

Empirický výzkum: plánování a odhad pokračující hodnoty při ocenění podniku[#]

*Lucie Jahodová**

Úvod

V roce 2008 jsem psala disertační práci, v níž jsem mimo jiné zkoumala pomocí dotazníkového šetření klíčové otázky týkající se ocenění podniku. Tento článek vznikl proto, že mě zajímalo, jestli a jak se odpovědi respondentů mezi lety 2008 a 2022 změnily. Proto jsem použila stejné otázky. V článku se zabývám jak odpověďmi za rok 2022, tak porovnáním s rokem 2008.

Odborníkům oceňujícím podniky v ČR byl rozeslán dotazník s pěti otázkami, které se týkaly metody ocenění, plánování 1. fáze a odhadu pokračující hodnoty s důrazem na tempo růstu g. Odpovědi na otázky jsou v této studii podrobně analyzovány. Její přílohou je dotazník, který byl odborníkům oceňujícím podniky zaslán.

V rámci dotazníkového šetření jsem se snažila oslovit co nejvíce odborníků v ČR zabývajících se oceňováním podniků, kdy téměř všichni oslovení jsou zároveň znalci v tomto oboru. Těch několik, kteří znalci nejsou, jsou vyučujícími oceňování podniku na Vysoké škole ekonomické v Praze.

Chtěla bych poděkovat všem, kteří mi dotazník zodpověděli a bez jejichž vstřícnosti a ochoty by tato studie nevznikla.

Respondenti

Dotazovány byly tři skupiny odborníků zabývajících se oceňováním podniků, a to:

1. **odborníci z vysokých škol** zabývajících se oceňováním podniků (dále jen „VŠ“),
2. **znalecké kanceláře** jmenované Ministerstvem spravedlnosti ČR pro všechny kraje, mající obor znaleckého oprávnění Ekonomika, oceňování podniků¹,
3. **znalci** jmenovaní Ministerstvem spravedlnosti ČR pro obor Ekonomika, odvětví Ceny a odhady, specializace podniků² (dále jen „znalci“).

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

^{*} Ing. Lucie Jahodová, Ph.D., Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze.

¹ To je obecný pojem, obor činnosti se mezi jednotlivými znaleckými kancelářemi mírně liší – oceňování podniků, podniku, společností, obchodních společností, obchodních závodů apod. V roce 2008 se nazývaly znalecké ústavy.

² To je obecný pojem, specializace se mezi jednotlivými znalci mírně liší – Ceny a odhady podniků, podniku, podniky, závodu, závodů, obchodních závodů, společností, společností apod.

Anketa probíhala od 25. 4. 2022 do 15. 5. 2022.

Kontakty na znalecké kanceláře a znalce byly zjištěny na základě jejich evidence na oficiálním serveru českého soudnictví³. Ze šetření byli vyloučeni respondenti, kteří se oceňováním podniků nezabývají (ačkoli ho mají zapsáno), respondenti, kteří nemají fungující e-mailové adresy, jedna znalkyně zemřela, ale ještě není vymazaná z rejstříku, někteří jsou v důchodu a zvažují vymazání, někdo má pozastaveno, i když to nemá zapsané, někdo už dlouho podniky neoceňoval apod.

V případě, že jsem obdržela odpověď od odborníka pracujícího ve znalecké kanceláři, který je zároveň vyučujícím na vysoké škole, zahrnula jsem ji pod vysoké školy. Jestliže znalec pracuje ve znalecké kanceláři, zahrnula jsem jeho odpověď pod znaleckou kancelář.

Z důvodu zachování anonymity jsem bohužel nemohla dát jako přílohu seznam respondentů.

Většina respondentů zaškrtnula u jednotlivých otázek více odpovědí.

Tab. 1: Procenta a počty odpovědí z celkem dotázaných respondentů 2022

	VŠ	znalecké kanceláře	znalci	celkem
Počet poslaných dotazníků	14	54	161	229
Počet zodpovězených dotazníků	10	35	51	96
% odpovědí z počtu poslaných	71 %	65 %	32 %	42 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

V tab. 1 byli osloveni odborníci z vysokých škol, znaleckých kanceláří a znalci, kteří se zabývají oceňováním podniků. Ve sloupečku VŠ jsou odborníci vyučující na vysokých školách, ze zodpovězených je 9 z Vysoké školy ekonomické v Praze a jedna odpověď je z Vysoké školy technické a ekonomické v Českých Budějovicích.

Z poslaných dotazníků jsem obdržela nejvíce odpovědí od odborníků vyučujících na vysoké škole (71 %, převážně jsou to znalci), méně od zástupců znaleckých kanceláří (65 %), od individuálních znalců jsem získala 32 % odpovědí. Z celkového počtu zaslaných dotazníků jsem obdržela 96 odpovědí, což je 42 %.

Tab. 2: Procenta a počty odpovědí z celkem dotázaných respondentů 2008

	VŠE	znalecké ústavy	znalci	celkem
Počet poslaných dotazníků	15	61	69	145
Počet zodpovězených dotazníků	15	31	19	65
% odpovědí z počtu poslaných	100 %	51 %	28 %	45 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

³ znalci [datalot.justice.cz/justice/repznatl.nsf/\\$\\$SearchForm](https://datalot.justice.cz/justice/repznatl.nsf/$$SearchForm),
znalecké kanceláře [datalot.justice.cz/justice/znust.nsf/\\$\\$Search?OpenForm](https://datalot.justice.cz/justice/znust.nsf/$$Search?OpenForm)

Z celkového počtu 145 dotázaných bylo 15 respondentů z Vysoké školy ekonomické v Praze, 61 respondentů ze znaleckých ústavů a 69 respondentů byli znalci. Dotazník vyplnilo 100 % dotázaných z Vysoké školy ekonomické v Praze, 51 % odborníků ze znaleckých ústavů a 28 % znalců.

V roce 2022 jsem obdržela 96 zodpovězených dotazníků, tj. téměř o 50 % více než v roce 2008. Rovněž jsem letos oslovila výrazně více respondentů, a to o 84, což je téměř 60 %.

Odpovědi na jednotlivé otázky

Tab. 3: Metoda ocenění

V případě, že oceňujete společnost výnosovým způsobem, používáte nejčastěji metodu:

2008	VŠE	znalecké ústavy	znalci	celkem
DCF ⁴ entity	78 %	63 %	31 %	54 %
DCF equity či DCF APV ⁵	11 %	13 %	11 %	12 %
EVA ⁶	6 %	8 %	26 %	14 %
kapitalizované čisté zisky (výnosy, KČV)	0 %	16 %	29 %	18 %
jinou	6 %	0 %	3 %	2 %

2022	VŠ	znalecké kanceláře	znalci	celkem
DCF entity	47 %	68 %	43 %	52 %
DCF equity či DCF APV	24 %	7 %	18 %	15 %
EVA	6 %	2 %	4 %	4 %
kapitalizované čisté zisky (výnosy, KČV)	24 %	18 %	30 %	25 %
jinou	0 %	5 %	4 %	4 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že s výrazným náskokem před ostatními metodami je jako nejčastější používána metoda DCF entity, a to u všech respondentů a v obou sledovaných obdobích. Zatímco v roce 2008 bylo použití metod DCF equity či DCF APV, EVA a kapitalizovaných čistých zisků relativně podobné, v roce 2022 byla nejpoužívanější metoda KČV následovaná DCF equity či DCF APV, využívání metody EVA se výrazně snížilo.

Je otázkou, proč tomu tak bylo. Správné použití metody EVA ústí v obohacující pohled na podnik, tato metoda je ale velmi náročná na znalost podniku a na získání relevantních dat. Naopak, použití metody kapitalizovaných čistých zisků, zejména paušální varianty, je jednoduché, ale vhodné pouze ve specifických případech a zpravidla ne při hledání nejčastěji

⁴ Discounted Cash Flow

⁵ Adjusted Present Value

⁶ Economic Value Added

používané kategorie hodnoty, tj. tržní (zejména proto, že nezahrnuje pohled do budoucnosti). Jiné metody nebyly v obou obdobích téměř využívány.

- U odborníků vyučujících na vysoké škole došlo mezi lety 2008 a 2022 k významnému nárůstu jako nejčastěji používané metody použití metody KČV, v menší míře i DCF equity či DCF APV, a to na úkor DCF entity. Odborníci vyučující na vysoké škole používali nejčastěji vždy metod více, nikdo nepoužíval nejčastěji pouze metodu KČV.
- U znaleckých kanceláří došlo u nejčastěji používané metody k mírnému poklesu u metod EVA a DCF equity a DCF APV, a naopak k mírnému nárůstu používání metody DCF entity a KČV. Jeden zástupce znaleckého ústavu uvedl jako nejčastěji používanou metodu KČV, jinak bylo do nejčastěji používaných metod zahrnuto metod více.
- U znalců došlo u nejčastěji používané metody ke vzestupu používání různých variant metody DCF, ze 42 % v roce 2008 na 61 % v roce 2022, a to zejména na úkor metody EVA. 8 individuálních znalců uvedlo jako nejčastější používání metody KČV, jinak bylo do nejčastěji používaných metod zahrnuto metod více.

Komentáře respondentů používajících nejčastěji jinou metodu ocenění (citace 2022):

- *dle Standardů*
- *nejvhodnější pro daný případ, evidenci nevedeme*
- *vlastní odhad podle uzance doby návratnosti investice do koupě podniku v oboru*
- *většinou si vypočtu všechny tři metody a u které mám pocit, že nejlépe sedí na oceňovaný subjekt, tak tu použiji k ocenění*
- *použiji vždy více metod*

Další komentáře ohledně metody ocenění (citace 2022):

- *Pokud už nastane případ pro použití výnosového ocenění, nejčastěji bývá vhodná paušální metoda KČV. Spíše výjimečně lze aplikovat DCF entity. Pak záleží na tom, zda zadavatel předloží finanční plán. Pokud k dispozici není, pak jej musí znalec sestavit sám.*

Tab. 4: Volba délky 1. fáze**Na základě čeho stanovujete délku 1. fáze?**

2008	VŠE	znalecké ústavy	znalci	celkem
uzancí 3 let	0 %	5 %	13 %	6 %
uzancí 5 let	29 %	16 %	30 %	23 %
na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti	12 %	14 %	35 %	19 %
na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti tak, aby na konci 1. fáze dosáhla stabilizace	47 %	49 %	17 %	39 %
jiným způsobem	12 %	16 %	4 %	12 %

2022	VŠ	znalecké kanceláře	znalci	celkem
uzancí 3 let	0 %	2 %	4 %	3 %
uzancí 5 let	20 %	24 %	18 %	20 %
na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti	7 %	17 %	25 %	19 %
na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti tak, aby na konci 1. fáze dosáhla stabilizace	67 %	49 %	46 %	50 %
jiným způsobem	7 %	7 %	9 %	8 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

Nejvíce respondentů stanovuje délku 1. fáze na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti tak, aby na konci 1. fáze dosáhla stabilizace – jejich počet vzrostl ze 39 na 50 %. Požadavek na stabilizaci je v souladu s oceňovací teorií a je nutným předpokladem pro odhad pokračující hodnoty. Naopak, stanovení délky 1. fáze uzancí, a to jak tří, tak pěti let, v čase mírně pokleslo, stejně tak jako určení délky 1. fáze jiným způsobem. Odhad délky 1. fáze na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti zůstal v celkovém procentu nezměněný.

- U vyučujících na vysoké škole vzrostl požadavek na stabilizaci společnosti při stanovení délky 1. fáze mezi 2008 a 2022 o 20 %, u všech ostatních způsobů odhadu délky 1. fáze došlo k poklesu. Odhad délky 1. fáze uzancí 5 let nebyl u nikoho jedinou používanou metodou, pouze doplňkovou.
- U znaleckých kanceláří se požadavek na stabilizaci společnosti při volbě délky 1. fáze v čase nezměnil, k významnějšímu nárůstu došlo u způsobu uzancí 5 let a k významnějšímu poklesu jiným způsobem. 5 zástupců znaleckých ústavů stanovuje délku 1. fáze pouze uzancí 3 nebo 5 let.
- Mezi lety 2008 a 2022 vzrostl mezi znalci při stanovení délky 1. fáze významně požadavek na stabilizaci společnosti, a to o téměř 30 %, a naopak došlo k menšímu používání uzance

3 a 5 let a na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti bez požadavku na stabilizaci. 5 individuálních znalců určuje délku 1. fáze pouze uzanci 3 nebo 5 let.

Komentáře respondentů stanovujících délku 1. fáze jiným způsobem (citace 2022):

- *zpravidla v minimální délce 10 let*
- *dle typu byznysu*
- *nejvhodnější pro daný případ, evidenci nevedeme*
- *záleží i na povaze firmy, odvětví, stabilitě atp.*
- *na základě odvětví průmyslu či povahy podnikání: jiný horizont pro hnědouhelné doly, jiný pro internetový start-up, ...*
- *většinou 5 až 7 let*
- *je to vždy výsledek tržní a finanční analýzy*
- *uzanci 4 roky*
- *10 let (iterační postup sladování kap. struktury, pak 10 let heuristický model A. Weilera)*

Tab. 5: Údaje při plánování 1. fáze

Z jakých údajů vycházíte při plánování 1. fáze?

2008	VŠE	znalecké ústavy	znalci	celkem
z plánů sestavených podnikem	0 %	0 %	15 %	4 %
z Vámi korigovaných plánů sestavených podnikem	52 %	61 %	54 %	57 %
z vlastních odhadů založených na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví	48 %	34 %	27 %	35 %
jiným způsobem	0 %	5 %	4 %	3 %

2022	VŠ	znalecké kanceláře	znalci	celkem
z plánů sestavených podnikem	7 %	6 %	4 %	5 %
z Vámi korigovaných plánů sestavených podnikem	50 %	52 %	54 %	53 %
z vlastních odhadů založených na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví	36 %	30 %	39 %	35 %
jiným způsobem	7 %	13 %	3 %	7 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

V obou sledovaných obdobích vychází více než 50 % respondentů při plánování 1. fáze z jimi korigovaných plánů sestavených podnikem a více než třetina respondentů vychází z vlastních odhadů založených na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví. Podnikové plány by vždy měly být prověřeny a je-li to potřeba, korigovány. Pouze 5 % všech respondentů vychází v roce 2022 při plánování 1. fáze z nekorigovaných plánů sestavených podnikem, 7 % pak z jiného způsobu stanovení.

- Zatímco v roce 2008 nevycházel žádný vyučující na vysoké škole z nekorigovaných plánů sestavených podnikem, v roce 2022 to bylo 7 %. Jedná se ale pouze o 1 vyučujícího, který je navíc doplnil o korigované plány sestavené podnikem. Je překvapivé, že při plánování 1. fáze odborníci vyučující na vysoké školy vychází v roce 2022 méně z vlastních odhadů založených na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví, a to o 12 %.
- Vývoj u znaleckých kanceláří při plánování 1. fáze je obdobný jako u vyučujících na vysoké škole – zatímco v roce 2008 nikdo nevycházel z nekorigovaných plánů sestavených podnikem, v roce 2022 už to bylo 6 %. Stejně jako u vyučujících na vysoké škole, nekorigované plány sestavené podnikem byly vždy doplněné o jinou metodou. Mírně negativně hodnotím, že z jimi korigovaných plánů sestavených podnikem vycházelo v roce 2022 o téměř 10 % méně zástupců znaleckých ústavů než v roce 2008.
- A naopak, pozitivně hodnotím, že v roce 2022 vycházelo výrazně vyšší procento znalců při plánování 1. fáze z vlastních odhadů založených na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví (39 % oproti 27 %). Zatímco v roce 2008 vycházelo 15 % znalců při plánování 1. fáze z jimi nekorigovaných plánů sestavených podnikem, v roce 2022 to byla pouhá 4 %.

Komentáře respondentů planujících 1. fázi jiným způsobem (citace 2022):

- *závisí na účelu ocenění*
- *minulý vývoj + plán spol. + komentáře spol. k němu + info o peer group z Royalty Range apod.*
- *bývá to kombinace, často společnosti plán ani nemají; pokud plán předloží, tak jej korigují*
- *je to případ od případu*
- *dle možností a nejvhodnějšího postupu, vždy však plán ověřujeme*
- *V úvahu bereme i plán podniku, pokud je vůbec k dispozici. Často tomu tak nebývá, a proto přistupujeme k vlastní konstrukci. Pokud k dispozici plán je, provádíme jeho verifikaci.*
- *pokud plán máme, tak z verifikovaného plánu, jinak vlastní odhad*
- *s využitím informací o očekávaném vývoji společností obchodovaných na kapitálových trzích (s využitím databáze Refinitiv)*
- *je to vždy výsledek tržní a finanční analýzy*
- *z prodiskutovaných plánů sestavených podnikem*

Tab. 6: Způsob stanovení pokračující hodnoty**Jakým způsobem obvykle stanovujete pokračující hodnotu?**

2008	VŠE	znalecké ústavy	znalci	celkem
Gordonův vzorec	33 %	57 %	38 %	46 %
Parametrický vzorec	50 %	29 %	12 %	28 %
Věčná renta	11 %	11 %	46 %	23 %
jiným způsobem	6 %	3 %	4 %	4 %

2022	VŠ	znalecké kanceláře	znalci	celkem
Gordonův vzorec	21 %	34 %	44 %	38 %
Parametrický vzorec	64 %	47 %	28 %	39 %
Věčná renta	0 %	15 %	23 %	17 %
jiným způsobem	14 %	4 %	5 %	6 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

Pokračující hodnota je odborníky oceňujícími podniky určována nejčastěji s malým náskokem parametrickým vzorcem, což je významný posun k lepšímu oproti roku 2008, kdy byla stanovována především vzorcem Gordonovým. V parametrickém vzorci je explicitně vyjádřen klíčový parametr mající vliv na pokračující hodnotu, a to rentabilita investic (resp. investovaného kapitálu). Do vzorce Gordonova je zahrnut také, ale implicitně, tj. skrytě. Pozitivně hodnotím menší používání věčné renty, což je nejjednodušší vzorec, který ale zahrnuje nejméně proměnných.

Jak by se dalo předpokládat, nejs sofistikovnější, ale nejobtížnější způsob odhadu pokračující hodnoty používají vyučující na vysoké škole následovaní znaleckými ústavami, a naopak, nejjednodušší věčnou rentu používají v největší míře individuální znalci.

- U odborníků vyučujících na vysoké škole došlo mezi lety 2008 a 2022 při odhadu pokračující hodnoty k pozitivnímu vývoji, a to k omezení používání Gordonova vzorce a věčné renty, a naopak k nárůstu používání sofistikovanější metody, a to vzorce parametrického.
- Jednoznačně kladně hodnotím, že u znaleckých kanceláří došlo ve sledovaném období rovněž k významnému poklesu používání vzorce Gordonova a k nárůstu používání vzorce parametrického. Za mírně znepokojující považuji mírný nárůst používání věčné renty (o 4 %, 2 zástupci znaleckých ústavů používají pouze věčnou rentu).
- U individuálních znalců došlo ve sledovaném období rovněž k posunu k lepšímu, a to zejména díky podstatnému nárůstu používání parametrického vzorce, a to na úkor věčné renty. I tak ale pouze věčnou rentu používá 9 znalců.

Komentáře respondentů stanovujících pokračující hodnotu jiným způsobem (citace):

- *v některých případech, kdy podnik nemá vynikající finanční zdraví apod., jako likvidační hodnotu (výsledkem je pak amortizační hodnota)*
- *dle specifík podnikání společnosti i jiné (např. exit price)*
- *nejvhodnější pro daný případ, evidenci nevedeme*
- *1) odvození z fundamentálních předpokladů 2) dle vyhodnocení průměrných temp růstu z minulosti*
- *používám více metod, tedy nelze prohlásit jeden postup za obvyklý*
- *Gordonův a parametrický vzorec vychází u modelu A. Weilera stejně, proto pomocí obou vzorců (podrobně viz Mařík)*
- *Snažím se tomu vyhnout, u mnou posuzovaných podniků nebývá reálná, když to jde, tak C (věčná renta, pozn. aut.), u jednoduchých malých podniků s převažující věcnou hodnotou nahrazuji druhou fázi (po třeba i delší ekonomické životnosti např. staveb) zůstatkovou hodnotou, zejména pozemků (zjevný amatérismus, ale laické veřejnosti, vč. soudců a soudkyň, vysvětlitelný).*

Tab. 7: Odhad dlouhod. tempa růstu podniků g jako jednoho z parametrů výpočtu PH

Dlouhodobé tempo růstu podniků g jako jeden z parametrů výpočtu pokračující hodnoty odhadujete:

2008	VŠE	znalecké ústavy	znalci	celkem
na základě tempa růstu společnosti v období plánu	23 %	13 %	25 %	18 %
na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic	18 %	17 %	7 %	14 %
na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu	32 %	33 %	43 %	36 %
odborným odhadem (např. 4 %, 5 %)	14 %	25 %	25 %	22 %
jiným způsobem	14 %	13 %	0 %	9 %

2022	VŠ	znalecké kanceláře	znalci	celkem
na základě tempa růstu společnosti v období plánu	22 %	16 %	22 %	20 %
na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic	11 %	25 %	12 %	17 %
na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu	50 %	36 %	33 %	36 %
odborným odhadem (např. 4 %, 5 %)	11 %	11 %	23 %	17 %
jiným způsobem	6 %	13 %	10 %	10 %

Zdroj: dotazníkové šetření, vlastní výpočty

Dlouhodobé tempo růstu je respondenty stanovováno nejčastěji na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu (36 %), a to v obou sledovaných obdobích. Jako pozitivní hodnotím fakt, že zatímco v roce 2008 byl na druhém místě odhad parametru g odborným odhadem, v roce 2022 už to bylo na základě tempa růstu společnosti v období plánu. O třetí místo se v roce 2022 dělí odhad dlouhodobého tempa růstu na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic a odborný odhad. Při odhadu dlouhodobého tempa růstu jiným způsobem bylo nejčastěji zmiňováno na úrovni inflace.

- Odhad dlouhodobého tempa růstu na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu u odborníků vyučujících na vysoké škole vzrostl v roce 2022 oproti roku 2008 o téměř 20 procent. K poklesu naopak došlo u používání násobku míry investic a rentability investic. Odborný odhad u těchto respondentů byl vždy doplněn o některý/é z prvních třech způsobů.
- Kladně hodnotím, že u odborníků pracujících ve znaleckých ústavech stále zaujímá první místo odhad dlouhodobého tempa růstu na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu. Na druhém místě je, na rozdíl od roku 2008, odhad na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic. A naopak, o více než 10 % poklesl odborný odhad, což je také pozitivní jev. Pouze jeden respondent používal jako jedinou metodu odborný odhad, u ostatních to bylo, stejně jako u vyučujících na VŠ, doplněno o některý/é z prvních třech způsobů.
- Negativně hodnotím, že u znalců došlo ve sledovaném období k poklesu odhadu dlouhodobého tempa růstu na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu, a to o 10 %. A naopak, pozitivně hodnotím, že došlo k nárůstu na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic (o 5 %). Pozitivně hodnotím, že stanovování dlouhodobého tempa růstu odborným odhadem mezi znalci ve sledovaných letech pokleslo o 2 %, ovšem negativně, že u znalců stanovovalo 9 respondentů (z 51, tj. 18 %) dlouhodobé tempo růstu nejméně sofistikovanou metodou, a to pouze odborným odhadem. U znalců došlo k nárůstu odhadu g jiným způsobem (o 10 %), a to nejčastěji na úrovni inflace.

Komentáře respondentů ohledně odhadu dlouhodobého tempa růstu jako jednoho z parametrů pokračující hodnoty jiným způsobem (citace):

- *ve vazbě na potenciální HDP*
- *kombinace faktorů*
- *odhad dlouhodobé udržitelnosti*
- *obvykle stabilizace na úrovni cenového růstu*
- *dle odhadu inflace*
- *nejvhodnější pro daný případ, evidenci nevedeme*
- *zohledňujeme i úroveň inflace a HDP*
- *růst HDP předpokládáný ČNB, MF*
- *s přihlédnutím k povaze podnikání, inflačním očekáváním a vybraným parametřům daného odvětví*
- *většinou 2 % (na úrovni inflace)*
- *je to výsledek tržní a finanční analýzy, při použití více metod se faktory prolínají*
- *dlouhodobé prognózy inflace v ČR*
- *obvykle ve výši inflačního cíle ČNB*
- *V tento ukazatel u mnou oceňovaných podni(č)ků obecně nevěřím. Obvykle (a už jsem to viděl i u znaleckých ústavů, byl-li jsem přizván jako další znalec k starším sporům) stanovují na 0 – uvádím, že ho neuvažují. Když by to nebyla zjevně pravda, tak jen na velice nízké hodnoty.*
- *odborný odhad = inflační cílování ČNB, pokud lze stav závodu na začátku 2. fáze pokládat za stabilizovaný*

Vybrané další komentáře (zejména ohledně dlouhod. tempa růstu podniků g apod.) (citace):

- *důležitý je vývoj oboru kde firma podniká*
- *vzhledem k turbulenci současné ekonomiky je potřeba k jeho odhadu zapojit notnou dávku improvizace s ohledem na předpokládaný vývoj...*
- *Jako individuální znalec oceňuji jen malé podniky – zpravidla podniky fyzických osob, nebo s. r. o. do cca 30 zaměstnanců. Oceňování větších podniků a a. s. přenechávám znaleckým kancelářím.*

- Každý oceňovaný subjekt je jiný z pohledu velikosti, atraktivity odvětví, odolnosti proti krizovým jevům. Proto neupřednostňuji jednotlivé metody, ale snažím se vybrat tu, která mi na základě dlouholeté praxe připadá pro daný subjekt nejvhodnější.
- Neexistuje jeden správný vždy používaný postup. Při řešení vždy přihlížíme ke konkrétní situaci.
- Ověření finanční projekce, vč. ziskovosti prostřednictvím srovnávací analýzy nezávislých společností v daném odvětví se srovnatelnou činností – prostřednictvím databáze Orbis.
- V případě nastavení růstu g je nutné přihlížet k výsledkům strategické analýzy závodu, tj. jestli existuje závislost mezi růstem ekonomiky jako celku, či odvětví a růstem závodu.
- Pro tempo růstu g pro pokračující hodnotu zároveň bereme v úvahu jako korektiv hodnoty min. jako předpokládanou výši inflace a jako max. tempo růstu HDP.
- S ohledem na poměrně dlouhé období 1. fáze, na jejímž konci by vývoj hospodaření měl být již stabilizovaný, volíme pro období perpetuity konzervativní míru růstu (často na úrovni dlouhodobě očekávané inflace)
- Obvykle využívám doporučení prof. Mařika, jak uvádí ve svých publikacích.
- Úspěch je, když management společnosti pochopí, že finanční plán není předpověď "jak to dopadne", ale cíl "jak chce, aby to dopadlo".
- DCF entity je nejlépe "prodatelnou metodou", tedy klient jí rozumí. Raději bych třeba použil jinou metodu, ale vím, že by mohly vzniknout nejasnosti při interpretaci výsledků ocenění.

Délka 1. fáze – samozřejmě závisí na současném stavu společnosti, zda je to start-up, je stabilizovaná, je někde mezi atd. Dále je třeba analyzovat plán, pokud ho dostaneme. Tím vlastně odpovídám i k otázce č.3. Pokud je z plánu patrný nějaký zlom, třeba expanze na nový trh, nový produkt atd., je toto třeba při nastavení délky 1. fáze zohlednit.

Údaje při plánování – záleží, jestli vůbec nějaké podklady dostaneme, pokud ne, samozřejmě musíme sestavit plán sami, s tím, že se snažíme spíše o konzervativní pohled, tedy spíše vycházet z vývoje odvětví a neplánovat výsledky podniku extrémně nad tímto vývojem. Pokud plán dostaneme, vždy porovnáváme s historií a konzultujeme případné rozdíly, pokud je klient nedokáže smyslně vysvětlit, korigujeme.

Vzorec pro pokračující hodnotu – záleží na předmětu ocenění. Pokud se jedná o podnik, který má stabilní CAPEX, není problém použít Gordonův vzorec. Pokud se jedná o podnik, který má investiční cykly a např. k datu ocenění má zainvestováno a několik dalších let investovat nemusí, nebo jen minimálně, připadá nám vhodnější použít parametrický vzorec.

Tempo růstu g – obecně vycházíme z toho, že tempo růstu podniku nemůže být dlouhodobě vyšší než růst celé ekonomiky. Společnost by měla být ve druhé fázi již stabilizovaná, nemělo by tedy docházet k výraznému růstu. Tedy dolní hranice je očekávaná míra inflace, horní hranice růst HDP. Samozřejmě mohou nastat výjimky, ale vzhledem k tomu, že naše portfolio tvoří spíše podniky ze standardních segmentů (většinou výrobní), používáme tento postup.

- *Při oceňování podniků se však snažím již několik let výnosové metodě vyhýbat. Ostatně si myslím, že současný vývoj ekonomických ukazatelů mi dává bohatě za pravdu. Malé a střední podniky buďto majetek mají, anebo ne. Chiméra nějakého obchodního plánu je zde závislá na tolika subjektivních předpokladech a dnes i objektivních nejistotách, že výnosová metoda se zde stává pro oceňovatele sebevraždou. Navíc působí i platnost nového zákona o znalcích, která celou branži v podstatě paralyzuje.*
- *Co se týká odpovědi na otázky, podle mého názoru, budou záviset na tom, kdo odpovídá, a také na tom, s jakými případy se nejčastěji setkává. Pokud budu vyučující na VŠ, budu pravděpodobně studentům demonstrovat velké podniky a učebnicové postupy. V případě, že bude odpovídat jednotlivý znalec nebo menší znalecká kancelář, v praxi se bude setkávat asi nejčastěji s menšími podniky a při ocenění bude muset reflektovat konkrétní situaci.*

Pokud už nastane případ pro použití výnosového ocenění, nejčastěji bývá vhodná paušální metoda KČV. Spíše výjimečně lze aplikovat DCF entity. Pak záleží na tom, zda zadavatel předloží finanční plán. Pokud k dispozici není, pak jej musí znalec sestavit sám.

Co se týká způsobu výpočtu pokračující hodnoty, každý si postupem času zavedl způsob, který mu nejvíce vyhovuje, nebo který odpovídá oceňovacímu software, které má k dispozici.

Domnívám se, že odhad dlouhodobého tempa růstu je čistě intuitivní záležitostí. Když znalec provede důkladnou analýzu podniku a prostředí, v němž podnik působí, vlastní intuice ho dovede k tomu, jaké tempo růstu má pro tuto fázi použít. Podle mého názoru, ve výsledku je to daleko přesnější než se držet jakýchkoliv uzancí.

- *podrobně viz Heuristický model A. Weilera, Mařík. MOP pro pokročilé str. 57*
- *V současné době je nemožné predikovat nějaké seriózní výhledy, a tak používám více nabytých zkušeností při oceňování (selský rozum), než nějakých teoretických pouček.*
- *My tady, mimo akademickou půdu, se zabýváme oceněními drobnými, z každodenní praxe. A tam se takové problémy, na které se dotazujete, prostě neřeší. V našich podmínkách jsou „tempo růstu“, či „trvalá renta“ naprosto irelevantními pojmy. Důvody popsala kolegyně nesmírně trefně. viz „Bohužel jsem Váš dotazník zatím nevyplnila, neboť si myslím, že při zatržení jakékoliv odpovědi nastává vždy nějaké ale a výsledkem by byl totální nesmysl. Z mé dosavadní praxe v oceňování podniků mohu pouze říci, že všechny používané oceňovací postupy a metody jsou ovlivněny především dostupnými podklady, to znamená, že pro většinu Vámi uváděných metod a postupů ocenění není ve skutečnosti dostatek informací a podkladů, aby je bylo možné použít dle teoreticky uváděných postupů a programů. Znalec má k dispozici pouze oficiální účetní doklady, a to často ještě neúplné. Každý oceňovaný podnik je specifický, má nebo také nemá svoji historii a budoucnost a ocenění se provádí pro různé účely, proto oceňovací postupy jsou v praxi převážně všemožnou kombinací známých oceňovacích metod (převážně těch nejjednodušších), které se volí především na základě dostupných podkladů a celkového nadhledu znalce na věc. Vím, že to nezní příliš vědecky a asi tímto výrokem degraduji odborné a složité oceňovací postupy, ale bohužel praxe je taková.“*

Závěr

Z dotazníkového šetření vyplývá, že výše uvedené tři skupiny odborníků zabývající se oceňováním podniku mají ohledně jednotlivých klíčových otázek v rámci oceňování podniku různé názory. Souhrnně lze říci, že odpovědi respondentů z Vysoké školy ekonomické v Praze jsou na jedné straně, odpovědi znalců na straně druhé a odpovědi znaleckých ústavů jsou zpravidla mezi nimi. V rámci dotazníkového šetření se přibližovaly spíše odpovědi odborníků z Vysoké školy ekonomické v Praze a ze znaleckých ústavů, tyto dvě skupiny používají sofistikovanější metody a postupy.

V obou sledovaných letech používá více než 50 % respondentů nejčastěji metodu ocenění DCF Entity. Mezi roky 2008 a 2022 jako zajímavý a potenciálně nebezpečný hodnotím pokles používání metody EVA, a naopak vzestup metody KČV.

Délku 1. fáze volí v roce 2022 50 % respondentů na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti tak, aby jejím konci dosáhla stabilizace. Kladně hodnotím, že toto procento vzrostlo od roku 2008 o 11 %.

Při plánování 1. fáze vycházelo v obou obdobích více než 50 % respondentů z jimi korigovaných plánů sestavených podnikem. Na druhém místě (35 %) byly vlastní odhady založené na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví. Přístupy (procenta) se mezi roky 2008 a 2022 téměř nezměnily.

Zatímco v roce 2008 stanovovalo nejvíce respondentů pokračující hodnotu Gordonovým vzorcem, v roce 2022 ho těsně předstihl vzorec parametrický. To hodnotím jednoznačně kladně, neboť je zde více parametrů, nad kterými se odborník musí zamyslet. Kladně hodnotím i pokles odhadu pokračující hodnoty pomocí věčné renty, neboť je to nejméně sofistikovaný způsob.

Nejvíce respondentů (36 %) odhadovalo dlouhodobé tempo růstu jako jeden z parametrů výpočtu pokračující hodnoty v obou obdobích na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu. Kladně hodnotím, že napříč respondenty mírně poklesl odborný odhad, a naopak mírně vzrostly metody na základě tempa růstu společnosti v období plánu a na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic.

Empirický výzkum: plánování a odhad pokračující hodnoty v rámci oceňování podniku

Lucie Jahodová

ABSTRAKT

V empirické studii bylo zkoumáno plánování a odhad pokračující hodnoty v rámci oceňování podniku, a to formou dotazníkového šetření. Dotazováni byli odborníci zabývající se oceňováním podniku, a to vyučující na vysokých školách, zástupci znaleckých kanceláří a znalci. Průzkum byl proveden v roce 2022, stejný byl proveden i v roce 2008. V roce 2008 bylo celkem dotazováno 145 respondentů, odpovědělo 65, v roce 2022 jich bylo dotazováno 229 a odpovědělo 96. Odborníci byli dotazováni na pět otázek, a to na metodu ocenění, volbu délky 1. fáze, údaje, z nichž vycházejí při plánování 1. fáze, na způsob stanovení pokračující hodnoty a na způsob odhadu dlouhodobého tempa růstu podniků jako jednoho z parametrů výpočtu pokračující hodnoty. V článku jsou analyzovány odpovědi dle jednotlivých skupin odborníků a porovnány s rokem 2008. Dále jsou uvedeny ostatní komentáře odborníků ohledně dané problematiky.

Klíčová slova: Oceňování podniku; Empirický výzkum; Plánování v rámci oceňování podniku; Odhad pokračující hodnoty.

Empirical research: planning and estimation of continuing value in business valuation

ABSTRACT

In this empirical study planning and estimation of continuing value in business valuation were analyzed. I have organized an empirical research based on questionnaires. Experts from universities, from valuation institutes and independent experts were interviewed. Research was realized in 2022, as well as in 2008. In 2008 145 respondents were interviewed, 65 of them have answered, in 2022 229 were interviewed and 96 have answered. There were 5 questions dealing with business valuation method, the length of the first stage, data, based on which experts plan the first stage, method of estimation of continuing value and estimation of long-term rate of growth of companies as one parameter of continuing value. In this article are analyzed answers of each of three expert groups separately and in comparison with 2008. Further comments of respondents are added.

Key words: Business valuation; Empirical research; Planning in business valuation; Estimation of continuing value.

JEL classification: G30

Příloha

DOTAZNÍK

1) V případě, že oceňujete společnost výnosovým způsobem, používáte nejčastěji metodu:

- ☐ DCF entity
- ☐ DCF equity či DCF APV
- ☐ EVA
- ☐ kapitalizované čisté zisky
- ☐ jinou – napište:

2) Na základě čeho stanovujete délku 1. fáze?

- ☐ uzanci 3 let
- ☐ uzanci 5 let
- ☐ na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti
- ☐ na základě konkrétních výsledků hospodaření dané společnosti tak, aby na konci 1. fáze dosáhla stabilizace
- ☐ jiným způsobem – napište:

3) Z jakých údajů vycházíte při plánování 1. fáze?

- ☐ z plánů sestavených podnikem
- ☐ z Vámi korigovaných plánů sestavených podnikem
- ☐ z vlastních odhadů založených na předpokládaném vývoji podniku a relevantního odvětví
- ☐ jiným způsobem – napište:

4) Jakým způsobem obvykle stanovujete pokračující hodnotu?

- ☐ Gordonův vzorec, $PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$
- ☐ Parametrický vzorec, $PH = KPVH_{T+1} * \frac{(1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}$
- ☐ Věčná renta, $PH = \frac{FCF}{ik}$
- ☐ jiným způsobem – napište:

5) Dlouhodobé tempo růstu podniků g jako jeden z parametrů výpočtu pokračující hodnoty odhadujete:

- ☐ na základě tempa růstu společnosti v období plánu
- ☐ na základě podnikových faktorů jako násobek míry investic a rentability investic
- ☐ na základě předpokládaného vývoje relevantního trhu a tržního podílu
- ☐ odborným odhadem (např. 4 %, 5 %)
- ☐ jiným způsobem – napište:

Další komentáře (zejména ohledně dlouhod. tempa růstu podniků g apod.)