

# GOODWILL V INVESTOVANÉM KAPITÁLU PŘI VÝNOSOVÉM OCEŇOVÁNÍ PODNIKU<sup>#</sup>

Václav Adam\* – Miloš Mařík\*\* – Pavla Maříková\*\*\*

## Úvod

Provozně nutný investovaný kapitál je jedním ze základních stavebních kamenů výnosového oceňování podniku. Připomeňme, že jde v podstatě o upravenou bilanční sumu dopočtenou z rozvahy oceňovaného podniku, ať už za minulost, nebo z rozvahy plánované. V této rozvaze je přitom potřeba udělat dvě úpravy:

- odečíst položky aktiv, které neslouží k zajištění hlavního provozu podniku, a které proto bude potřeba oceňovat samostatně mimo hlavní provoz,
- odečíst položky pasiv, u kterých by oceňovatel nedokázal zjistit nebo vhodným modelem odhadnout explicitní náklady v procentním vyjádření, protože tyto náklady bude později v rámci oceňovacího procesu potřeba použít jako diskontní míru.

Provozně nutný investovaný kapitál je pak ze strany aktiv chápán jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Ze strany pasiv je tvořen vlastním kapitálem a explicitně zpoplatněným cizím kapitálem, součet těchto složek kapitálu je přitom samozřejmě opět nutné snížit o výši provozně nepotřebných aktiv.

Takto vymezený provozně nutný investovaný kapitál je klíčovou veličinou, která následně ovlivňuje celý řetězec návazných kroků oceňovacího procesu, výši dalších veličin vstupujících do ocenění, a nakonec i samotné ocenění. Zejména jde o tyto implikace investovaného kapitálu a toho, jak ho oceňovatel pro daný konkrétní případ vymezí:

- V první řadě vymezením investovaného kapitálu bude dáno i vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření, což musí být takový výsledek hospodaření, který právě generuje tento provozně nutný investovaný kapitál.
- Z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu jsou počítány investice do provozně nutného majetku.

---

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040. Hlavním podkladem k článku je diplomová práce Ing. Václava Adama, vedená doc. Pavlou Maříkovou, obhájená na Katedře financí a oceňování podniku VŠE Praha v červnu 2023

\* Ing. Václav Adam, absolvent Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, obor Finance a oceňování podniku; doktorand na Katedře finančního účetnictví a auditingu

\*\* prof. Ing. Miloš Mařík, CSc., Vysoká škola ekonomická, Fakulta financí a účetnictví, Katedra financí a oceňování podniku, email: marik@vse.cz

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

- Korigovaný provozní výsledek hospodaření a investice budou určovat výši volného peněžního toku.
- Výše investovaného kapitálu bude ale také významně ovlivňovat výši rentability provozně nutného investovaného kapitálu, což je pro oceňovatele zcela zásadní ukazatel.
- Tyto uvedené vlivy se v rámci výnosového ocenění projeví jak v jednotlivých letech minulé časové řady a první fáze s explicitními ročními plány, tak v pokračující hodnotě.
- Položky, které oceňovatel zařadí jako součást provozně nutného investovaného kapitálu z pohledu pasiv, budou také ovlivňovat diskontní míru.

Výše uvedené základní vymezení provozně nutného investovaného kapitálu zní poměrně jasně a jednoduše. Nicméně mohou nastat situace, kdy rozhodování o tom, zda určitou položku ponechat v provozně nutném investovaném kapitálu, či nikoli, může být docela komplikované.

Jednou z těchto komplikací je goodwill vykázaný v rozvaze oceňovaného podniku. Tato položka se v účetních aktivech objeví pouze v určitých situacích, kdy v minulosti proběhla transakce s podnikem. U většiny běžných oceňovaných podniků se tedy vyskytovat nebude a u podniků, kde ho oceňovatel v aktivech najde v nějaké nepřilíš velké výši, mu zřejmě ani nebude věnovat větší pozornost. Těžko by goodwill označil za majetek, který neslouží k hlavnímu provozu, takže jej jednoduše v investovaném kapitálu ponechá a nic se celkem neděje.

Situace se ovšem náhle změní, pokud oceňovatel v účetních aktivech oceňovaného podniku najde vykázaný goodwill v takové výši, že tvoří podstatnou část celého provozně nutného investovaného kapitálu. Takovýto vysoký goodwill může velice zkomplikovat další práci na ocenění podniku.

**Cílem tohoto článku je proto rozebrat základní varianty zacházení s vykázaným goodwillem v rozvaze oceňovaného podniku a analyzovat jejich vliv na ocenění podniku.**

Nejprve jako východisko stručně shrneme vymezení goodwillu v účetnictví. V dalším textu pak budeme analyzovat možnosti, které se při ocenění podniku nabízejí v práci s již jednou vykázaným goodwillem, a to:

- a) ponechání goodwillu v investovaném kapitálu v netto hodnotě,
- b) zařazení goodwillu v původní brutto hodnotě,
- c) úplné vyřazení goodwillu z investovaného kapitálu.

Ukážeme, že každá z těchto možností může mít logické zdůvodnění, ale také má své významné dopady. Analýzy přitom uděláme na skutečném případě společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., aby bylo patrné, že jde o zcela skutečná čísla a reálný problém, nikoli jen o hypotetickou situaci. Nakonec se dotkneme problémů, které goodwill způsobuje v pokračující hodnotě.

## 1. Goodwill z účetního hlediska

Pro lepší orientaci jako východisko shrneme základní prvky zachycení a práce s goodwillem v účetnictví. Existují přitom určité rozdíly mezi aktuálně možnými postupy dle Českých účetních předpisů (zejména zákon 563/1991 Sb., související vyhlášky a standardy) a podle Mezinárodních účetních standardů (International financial reporting standards).

V českých účetních předpisech je goodwill definován v prováděcí vyhlášce k zákonu o účetnictví, tj. ve vyhlášce č. 500/2002 Sb., § 6, odst. 3, písm. c): „*Goodwillem pro účely této vyhlášky je kladný nebo záporný rozdíl mezi oceněním obchodního závodu nabytého převodem nebo přechodem za úplaty, vkladem nebo oceněním majetku a závazků v rámci přeměn obchodní korporace a souhrnem jeho individuálně přeceněných složek majetku sníženým o převzaté dluhy. Goodwill se odpisuje rovnoměrně nejpozději do 60 měsíců od nabytí obchodního závodu do nákladů, v případě přeměny obchodní korporace se tento goodwill odpisuje do nákladů od rozhodného dne přeměny. Záporný goodwill se odpisuje rovnoměrně nejpozději do 60 měsíců od nabytí obchodního závodu do výnosů, v případě přeměny obchodní korporace se tento goodwill odpisuje do výnosů od rozhodného dne přeměny.*“.

Vykázání goodwillu v rámci transakce s podnikem tedy zároveň vyžaduje, aby byly přeceněny jednotlivé majetkové položky. Tato situace je preferovaná, nicméně je potřeba ji odlišovat od druhého také možného případu, kdy k přecenění nedochází a do účetnictví pokračující společnosti by byl přenesen rozdíl mezi oceněním podniku při transakci a původními účetními hodnotami jednotlivých majetkových položek. V tomto případě by se nejednalo o goodwill, ale o **oceňovací rozdíl k nabytému majetku**, který je definován v § 7, odst. 10 vyhlášky č. 500/2002 Sb. a který se řídí jinými pravidly.

V rámci rozvahy je goodwill vykazován v rámci součtové položky aktiv „B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek“, zatímco oceňovací rozdíl k nabytému majetku v rámci součtové položky „B.II. – Dlouhodobý hmotný majetek“.

Ve výše uvedené definici goodwillu je také důležité si povšimnout skutečnosti, že goodwill je v českém účetnictví jednoznačně považován za položku s omezenou životností v délce maximálně 60 měsíců, tj. 5 let, a že je povinně vyžadováno jeho odepisování. Kromě toho je ale možné k němu navíc vytvářet i opravné položky podobně, jako u jiných majetkových položek.

Účetní výkaznictví odpovídající **mezinárodním standardům IFRS** obsahuje ve vztahu ke goodwillu některé odlišnosti (viz např. Picker, 2025). V první řadě zde není možnost volby a přecenění jednotlivých majetkových položek je při transakci s podnikem, které je spojeno se změnou kontroly, vyžadováno vždy. Tato povinnost je deklarována ve standardu IFRS 3, který se věnuje podnikovým kombinacím a goodwillu obecně.

Zároveň v případě koupě podniku nebo majetkové akvizice musí dojít k identifikování aktiv kupované společnosti a všechna nově identifikovatelná aktiva musejí být oceněna a vykázána v rozvaze nástupnické společnosti. Při transakci tedy dochází k zachycení i těch identifikovatelných nehmotných aktiv, která v původním účetnictví vykázána nebyla například proto, že byla vytvořena interně. Na rozdíl od standardů IFRS v českých účetních pravidlech tato možnost sice také není vyloučená, ale mezi odbornou veřejností není k vykázání nově identifikovaných aktiv jasné stanovisko.

Další významný rozdíl oproti českému účetnictví je skutečnost, že standardy IFRS člení nehmotná aktiva do dvou kategorií z hlediska doby použitelnosti, a to aktiva s konečnou dobou životnosti a aktiva s neurčitou dobou životnosti. Aktiva s konečnou dobou životnosti každoročně podléhají amortizaci (odepisují se) a případně je možné u nich provést jednorázový test na znehodnocení, pokud účetní jednotka zpozoruje naplnění jedné z indikací stanovených standar-

dem. V případě aktiv s neurčitou dobou životnosti se každoročně jednou za 12 měsíců provádí test na znehodnocení (impairment test).

Goodwill je v rámci standardů IFRS považován za aktivum s neurčitou životností, takže na rozdíl od českých pravidel není odepisován, ale každoročně povinně testován na znehodnocení.

V případě testu na znehodnocení goodwillu se v prostředí mezinárodních účetních standardů porovnává vždy 1x za 12 měsíců zpětně získatelná částka a účetní hodnota aktiva. U goodwillu, jehož impairment test je pokryt v rámci standardu IFRS 3, není důležité naplnění některého z vnějších nebo vnitřních indikátorů, test je nutný provádět za všech okolností. V situaci spojené s goodwillem se tedy jedná o zjištění hodnoty z užití, která je v drtivé většině případů stanovena na bázi výpočtu peněžních toků plynoucích z aktiva a jejich diskontování k současnosti. Jinými slovy v případě stanovení znehodnocení goodwillu se jedná o pravidelné replikování výnosového ocenění, které je vypočteno stejnou metodou jako původní ocenění společnosti, ale jsou použity aktualizované podklady. Nejčastější tvorba opravné položky je díky zvýšení referenční úrokové míry, v oceňování se tedy jedná o navýšení diskontní míry. Toto snížení hodnoty je nejdříve aplikováno právě na goodwill a až potom eventuálně na přeceněná ostatní aktiva. Snížení hodnoty goodwillu je v tomto případě nevratné. Tj. např. pokud dojde k budoucímu snížení referenční sazby, není možné goodwill přecenit směrem nahoru.

**Tab. 1: Hlavní identifikované rozdíly v účetním zobrazení goodwillu při transakci s podnikem**

České účetní předpisy	Mezinárodní standardy
Odepisování nehmotných aktiv bez ohledu na dobu použitelnosti	Dělení nehmotných aktiv dle doby použitelnosti, v případě goodwillu se jedná o aktivum s neurčitou dobou použitelnosti
Identifikace a ocenění zatím nevykazovaných aktiv při transakci velmi sporné	Identifikace a ocenění zatím nevykazovaných aktiv při transakci povinné
Možný goodwill i oceňovací rozdíl	Přípustný pouze goodwill
Účetní odepisování goodwillu (lineární odpis na 5 let) + potenciální tvorba opravné položky	Goodwill se neodepisuje, pouze se testuje na znehodnocení

Zdroj: Vlastní zpracování na základě vyhlášky č. 500/2002 Sb. a mezinárodních standardů finančního vykazování

## 2. Výchozí popis situace Pivovarů Staropramen

Jak již bylo zmíněno v úvodu, analýzy jsou provedeny a ukázány na skutečném případě společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o. Původní inspirací k této analýze byla diplomová práce Thomase Hartingera (2021), který ve své práci zpracovával ocenění právě tohoto podniku k 1. 1. 2019. V rámci tohoto ocenění jsme narazili na zcela extrémně vysoký vykázaný goodwill, který způsoboval v celém ocenění mimořádné komplikace. Proto na tento případ navázala druhá diplomová práce Václava Adama (2023), ve které jsme se na tuto záležitost soustředili a jejíž hlavní výsledky prezentujeme v tomto článku.

Ke vzniku goodwillu v účetní závěrce společnosti došlo v roce 2012 v rámci vnitrostátní fúze sloučením mezi společnostmi Molson Coors Czech s.r.o. a Pivovary Staropramen a.s. Tato fúze měla stanoven rozhodný den k 1.8.2012 a nástupnickou společností byla Molson Coors Czech s.r.o., na kterou přešlo jmění zanikající společnosti Pivovary Staropramen a.s.

Ve zprávě nezávislého auditora (Molson Coors Czech s.r.o., 2012, str. 4) je uvedeno: „*Goodwill k 1.8.2012 vznikl jako rozdíl mezi oceněním podle Znaleckého posudku o ocenění obchodního jmění společnosti Pivovary Staropramen a.s. pro účely fúze sloučením a souhrnem individuálně přeceněných složek majetku sníženým o převzaté závazky.*“

Touto operací byl v zahajovací rozvaze podniku vykázán goodwill v astronomické hodnotě přibližně 17,5 miliardy korun. K prvnímu dni účetního období činil podíl goodwillu na celkových aktivech zhruba 76 %, v porovnání s vlastním kapitálem společnosti se jedná dokonce o 438násobek. V daném případě tvoří podstatu tohoto goodwillu z převážné části nevykázání interně vytvořených ochranných známek (viz Molson Coors Czech s.r.o., 2012, str. 4).

Nástupnická společnost Molson Coors Czech s.r.o. pak byla 1. února 2013 přejmenována na Pivovary Staropramen, s.r.o. a pod tímto názvem funguje do současnosti.

Stejně jako při sestavení zahajovací rozvahy k 1. srpnu 2012 i k sestavení následujících individuálních účetních závěrek společnost vychází z českých účetních standardů. V bodě popisující aplikaci postupů u nehmotného majetku je definován účetní lineární odpis goodwillu po dobu 100 let (Molson Coors Czech s.r.o., 2012, str. 4). Jak bylo uvedeno v předchozí části, podle dnes platných účetních metod je možný pouze odpis goodwillu po dobu 60 měsíců. Tento nesoulad vznikl díky změně účetního zákona, kdy podle v té době platných účetních předpisů bylo možné odepisovat goodwill po dobu libovolně stanovenou účetní jednotkou. Tato změna pouze prohlubuje představený problém.

Zároveň se předpokládá, že pokud zůstatková hodnota nehmotných aktiv bude přesahovat jeho odhadovanou zpětně ziskatelnou částku, bude jeho zůstatková hodnota snížena o tuto částku prostřednictvím opravné položky (též viz Molson Coors Czech s.r.o., 2012, str. 4).

### 3. Popis použitých dat a metodického postupu

Analýzu dopadů způsobu zacházení s goodwillem budeme provádět na minulé časové řadě v letech 2014 až 2021. Tím zajistíme, že půjde o zcela reálně existující hodnoty neovlivněné vlastními plány oceňovatele. Nicméně podotýkáme, že oceňovatel by při ocenění podniku prováděl jak tyto propočty za minulou časovou řadu, tak v prognóze (tj. v první fázi výnosového ocenění), která by měla na minulou řadu plynule navazovat. Základní zjištění by tak platila i pro sestavené prognózy, které by pak již přímo vcházely do výnosového ocenění podniku.

Východiskem tedy budou účetní výkazy společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o. za roky 2014 až 2021. Z těchto výkazů bude dopočten provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní výsledek hospodaření. Propočty uděláme **ve třech variantách**, které přicházejí do úvahy, tj.:

- ponechání goodwillu v investovaném kapitálu v hodnotě netto, tj. tak, jak je vykázán v podkladových výkazech,
- vykázání goodwillu v investovaném kapitálu v jeho původní hodnotě brutto,
- úplné odstranění goodwillu z investovaného kapitálu.

Budeme přitom zkoumat dopad na veličiny, které mají vliv na návazné úvahy oceňovatele. Vzhledem k tomu, že varianty ve sledované časové řadě se budou lišit pouze ve způsobu kalkulace nepeněžního snižování hodnoty goodwillu (odpisy a opravné položky), nebudou ovlivňovat investiční výdaje, ani volné peněžní toky jako takové. Co ale ovlivněno bude, je právě **výše investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření, a tím i rentability provozně nutného investovaného kapitálu**. Soustředíme se proto právě na tyto veličiny.

Rentabilitu provozně nutného investovaného kapitálu budeme počítat podle známého vzorce (viz např. Mařík a kol., 2024, str. 164):

$$r_{K(t)} = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}}, \quad (1)$$

kde  $r_{K(t)}$  – rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu v roce  $t$ ,

$KPVH_t$  – korigovaný provozní výsledek hospodaření v roce  $t$ ,

$K_{t-1}$  – provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku  $t$ .

V propočtech budeme pro zjednodušení používat  $KPVH$  před daní. Pro demonstraci hlavní myšlenky to postačí, nicméně bude potřeba mít na paměti, že  $KPVH$  i rentability ve finální podobě po dani budou ještě o něco nižší.

Jako východisko pro všechny varianty nám poslouží podrobnější kalkulace předmětného goodwillu. Původní brutto hodnota goodwillu byla 17 456 mil. Kč. Jak bylo uvedeno už v zahajovací rozvaze (viz Molson Coors Czech s.r.o., 2012) a zmíněno v předchozím textu, goodwill je odepisován 100 let, tj. roční odpis činí 17 456 mil Kč/100  $\approx$  175 mil. Kč. Kromě pravidelného odpisu byla v některých letech aplikována i opravná položka zachycující znehodnocení podle pravidel stanovených v účetnictví.

**Tab. 2: Vývoj položek týkajících se goodwillu (mil. Kč)**

Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Goodwill brutto</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>	<b>17 465</b>
Roční odpis	175	175	175	175	175	175	175	175
Znehodnocení (oprav. položka)	1 072	416	2 029	0	3 896	0	0	0
Celkem snížení hodnoty za rok	1 247	591	2 204	175	4 071	175	175	175
Snížení kumulovaně (oprávky)	2 503	3 093	5 297	5 471	9 542	9 717	9 892	10 067
<b>Goodwill netto</b>	<b>14 962</b>	<b>14 372</b>	<b>12 168</b>	<b>11 994</b>	<b>7 923</b>	<b>7 748</b>	<b>7 573</b>	<b>7 398</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014-2021

#### 4. Varianta s goodwillem v hodnotě netto

Jako první variantu prozkoumáme situaci, při které by oceňovatel uvažoval tak, že goodwill je ekonomické aktivum sloužící k zajištění hlavního provozu (připomeňme, že podle zveřejněných zpráv jde zejména o hodnotu vlastních ochranných známek). Proto jeho hodnotu nechá v investovaném kapitálu tak, jak je v podkladových rozvahách vykázáný a nebude ho nijak upravovat. Naloží s ním tedy zcela stejně, jako s ostatními provozně nutnými aktivy.

Nejprve z účetních výkazů společnosti připravíme podklady pro výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (podrobněji k investovanému kapitálu viz např. Mařík a kol., 2024, str. 146 a 194). Z aktiv vyčleníme pouze základní neprovozní majetek:

- dlouhodobý finanční majetek, který tvoří podíly v dceřiných společnostech,
- provozně nepotřebnou část peněžních prostředků; limit pro provozně nutnou část peněžních prostředků stanovíme jako 15 % z krátkodobých neúročených závazků (viz též Hartinger, 2021).

**Tab. 3: Podklady z rozvahy pro výpočet provozně nutného investovaného kapitálu (mil. Kč)**

Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Aktiva celkem	29 216	29 961	27 728	27 570	23 960	23 667	24 501	24 002
Krátkod. neúročené závazky	1 698	1 746	1 629	1 735	1 782	1 835	1 899	2 178
Dlouhodobý finanční majetek	9 174	10 670	10 619	10 605	10 605	10 827	10 827	10 758
Peněžní prostředky nad limit	0	0	0	0	680	0	49	453
<b>Neprovozní majetek celkem</b>	<b>9 174</b>	<b>10 670</b>	<b>10 619</b>	<b>10 605</b>	<b>11 285</b>	<b>10 827</b>	<b>10 876</b>	<b>11 211</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014-2021

Z celkových aktiv budou dopočtena pouze provozně nutná aktiva a ta pak budou snížena o krátkodobé neúročené závazky. Tím získáme hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu. Jednotlivé položky nebudeme popisovat detailně, ale vyčleníme sledovaný goodwill, aby bylo možné dobře sledovat rozdíly mezi třemi analyzovanými variantami.

**Tab. 4: Provozně nutný investovaný kapitál – goodwill v hodnotě netto (mil. Kč)**

Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Goodwill	14 962	14 372	12 168	11 994	7 923	7 748	7 573	7 398
Ostatní dlouh. nehm. majetek	33	20	12	10	7	5	3	2
Dlouhodobý hmotný majetek	3 281	3 258	3 232	3 239	3 265	3 307	3 261	3 206
Provozně nutný pracovní kapit.	68	-105	68	-13	-302	-55	889	7
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>18 344</b>	<b>17 545</b>	<b>15 480</b>	<b>15 230</b>	<b>10 893</b>	<b>11 005</b>	<b>11 726</b>	<b>10 613</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014-2021

Dále následuje dopočet korigovaného provozního výsledku hospodaření. Výpočet vychází z provozního výsledku hospodaření ve výsledovkách. Provedené korekce spočívají ve dvou bodech:

- jsou eliminovány výnosy a náklady plynoucí z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu (tj. tržby z prodeje jsou z výsledku hospodaření odečteny, nákladové položky jsou k výsledku hospodaření přičteny zpět),
- druhá úprava se týká eliminace nákladů z roku 2015 souvisejících s ukončením smlouvy o distribuci piva značky Staropramen ve Velké Británii a Irsku, které jsou sice účtovány jako ostatní provozní náklady, avšak mají mimořádný jednorázový charakter, a tak by neměly ovlivňovat výši *KPVH* (též Hartinger, 2021).

**Tab. 5: Korigovaný provozní výsledek hospodaření – goodwill v hodnotě netto (mil. Kč)**

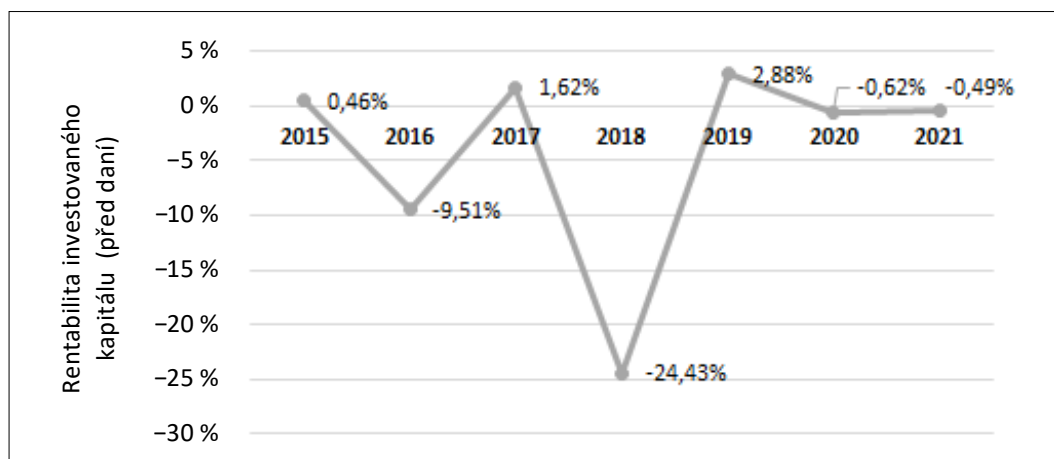
Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Provozní výsledek hospodaření	-530	-609	-1650	272	-3673	357	-4	-45
(-) Tržby z prodeje DM a materiálu	56	47	30	40	64	55	82	25
(+) Zůstatková cena prod. DM a mat.	30	20	11	19	16	12	18	12
(+) Mimořádné provozní náklady		721						
<b>KPVH před daní</b>	<b>-556</b>	<b>85</b>	<b>-1 669</b>	<b>251</b>	<b>-3 721</b>	<b>314</b>	<b>-68</b>	<b>-58</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Jiné úpravy účetně vykázанého provozního výsledku hospodaření provedeny nebyly. V provozních nákladech, které jsou do tohoto výsledku hospodaření započtené, proto mimo jiné zůstaly i odpisy a další snížení hodnoty sledovaného goodwillu (viz tab. 2 výše).

Z korigovaného provozního výsledku hospodaření daného roku a provozně nutného investovaného kapitálu k počátku daného roku, tj. ke konci roku předchozího, je nyní možné dopočítat rentability podle vzorce (1). Výsledky ukazuje následující graf.

**Obr. 1: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu před daní – goodwill v hodnotě netto**



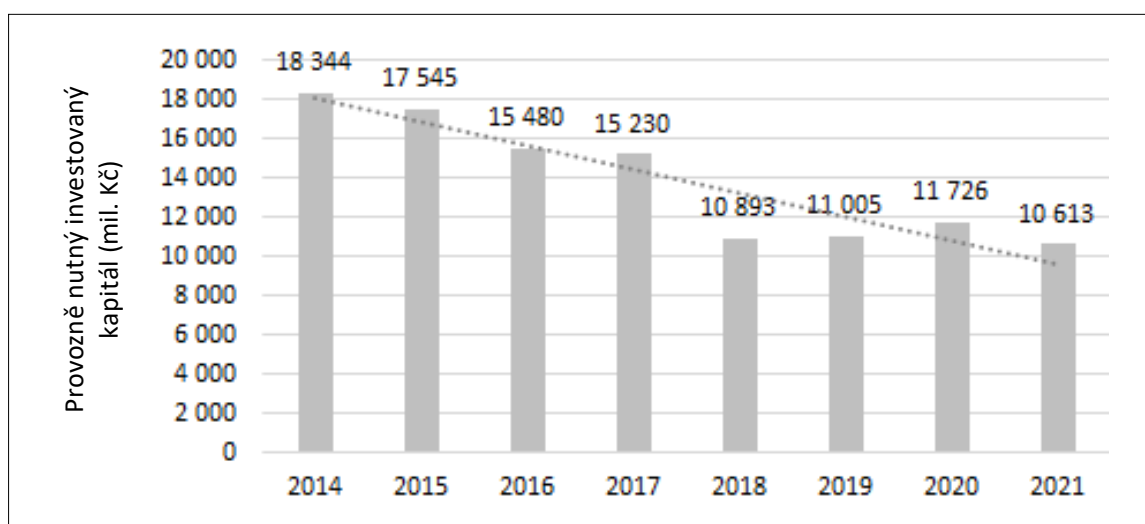
Zdroj: Vlastní zpracování z dat výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Z tohoto grafu je na první pohled patrný zásadní problém. Rentability jsou ve většině let dokonce záporné, a i v těch několika letech, kdy jsou kladné, jsou neudržitelně nízké. Je vysoce nepravděpodobné, že by se oceňovateli podařilo sestavit věrohodný finanční plán, který by v dohledných budoucích letech situaci zásadně zlepšil. Vzhledem postupnému odepisování goodwillu a s tím souvisejícímu poklesu výše investovaného kapitálu lze očekávat, že rentability sice budou postupně narůstat, ale z takto nízkých hodnot by se dostaly na hodnoty přijatelné až v neúnosně vzdálené budoucnosti od data ocenění.

Oceňovatel by tedy hned po těchto zjištěních měl konstatovat, že **u oceňovaného podniku není možné přijmout předpoklad nekonečného trvání** a měl by podnik v podstatě ocenit likvidační hodnotou. Zároveň lze ale intuitivně tušit, že u podniku jako Pivovary Staropramen by takovýto závěr nedával příliš smysl.

Jako doplňkový pohled je ještě možné se podívat na celkový vývoj výše provozně nutného investovaného kapitálu v minulé časové řadě, neboť i ten je pro oceňovatele určitým vodítkem při sestavování prognózy investic a vybavení podniku majetkem v období plánu.

**Obr. 2: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu – goodwill v hodnotě netto**



Zdroj: Vlastní zpracování z dat výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Z hodnot je patrný klesající trend výše provozně nutného investovaného kapitálu, kdy dochází k postupné redukci hodnoty goodwillu díky pravidelnému snižování jeho hodnoty. Toto do jisté míry umělé snižování hodnoty není spojeno s žádným úbytkem aktiv podniku, pouze souvisí s odepisováním goodwillu. I tato skutečnost do značné míry zkresluje pohled na podnik a komplikuje úvahy o navazujícím finančním plánu.

## 5. Varianta s goodwillem v hodnotě brutto

V této variantě nedochází ke snižování hodnoty goodwillu a samotný goodwill je tedy ponechán v původní hodnotě 17 465 mil. Kč. Tento přístup se významně podobá pohledu standardů IFRS, kdy se jedná o aktivum s nekonečnou dobou životnosti. Zároveň jde o postup, který je uplatňován a doporučován v rámci konceptu ekonomické přidané hodnoty (Stewart, 1991). Podle tohoto kon-

ceptu by se goodwill u prosperujícího podniku snižovat neměl a pokud za něj bylo již jednou zapláceno, měl by v používaných aktivech zůstat v původní hodnotě. Vzhledem k tomu, že v daném případě je goodwill tvořen převážně vlastními ochrannými známkami, může být úvaha o neomezené životnosti na obecné úrovni poměrně rozumná.

**Tab. 6: Provozně nutný investovaný kapitál – goodwill v hodnotě brutto (mil. Kč)**

Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Goodwill</b>	17 465	17 465	17 465	17 465	17 465	17 465	17 465	17 465
<b>Ostatní dlouh. nehm. majetek</b>	33	20	12	10	7	5	3	2
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	3 281	3 258	3 232	3 239	3 265	3 307	3 261	3 206
<b>Provozně nutný pracovní kapit.</b>	68	-105	68	-13	-302	-55	889	7
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>20 847</b>	<b>20 638</b>	<b>20 777</b>	<b>20 701</b>	<b>20 435</b>	<b>20 722</b>	<b>21 618</b>	<b>20 680</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

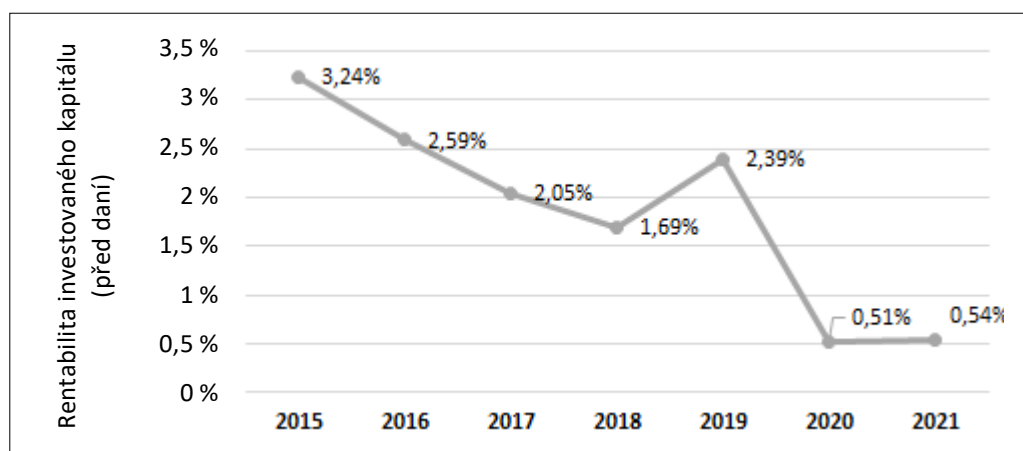
V důsledku této úpravy dojde k navýšení provozně nutného investovaného kapitálu oproti předchozí variantě. Je však nezbytné nezapomenout, že zároveň s eliminací odpisů a dalšího snižování hodnoty goodwillu je nutné odstranit tyto nákladové položky také z výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření. Ten proto bude nyní také vyšší.

**Tab. 7: Korigovaný provozní výsledek hospodaření – goodwill v hodnotě brutto (mil.Kč)**

Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	-530	-609	-1650	272	-3673	357	-4	-45
<b>(-) Tržby z prodeje DM a materiálu</b>	56	47	30	40	64	55	82	25
<b>(+) Zůstatková cena prod. DM a mat.</b>	30	20	11	19	16	12	18	12
<b>(+) Mimořádné provozní náklady</b>		721						
<b>(+) Odpis goodwillu</b>	175	175	175	175	175	175	175	175
<b>(+) Opravná položka goodwillu</b>	1 072	416	2 029	0	3 896	0	0	0
<b>KPVH před daní</b>	<b>691</b>	<b>676</b>	<b>535</b>	<b>426</b>	<b>350</b>	<b>489</b>	<b>107</b>	<b>117</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Z nových hodnot investovaného kapitálu a *KPVH* jsou dopočítány nové hodnoty rentability investovaného kapitálu.

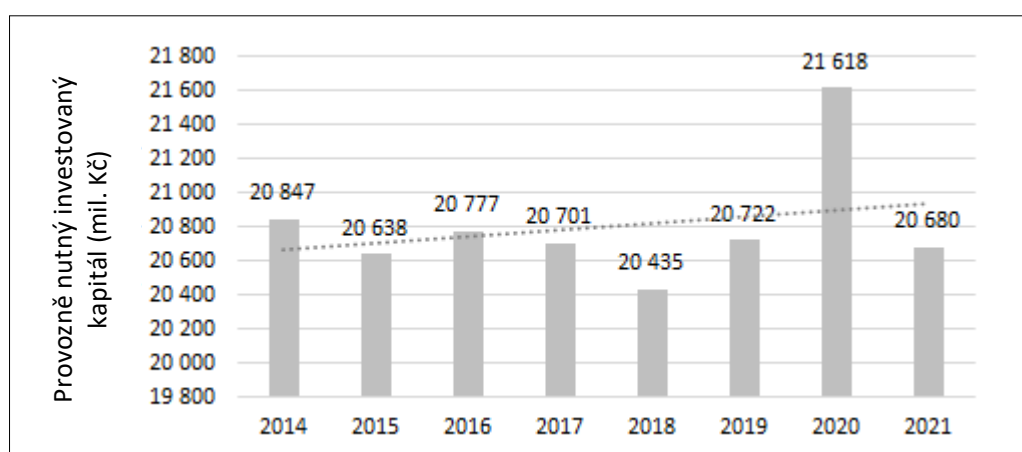
**Obr. 3: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu před daní – goodwill v hodnotě brutto**

Zdroj: Vlastní zpracování z dat výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Z grafu je patrné, že kladný vliv zvýšeného *KPVH* výrazně převážil nad záporným vlivem vyššího investovaného kapitálu. Výsledkem jsou již mnohem lépe vyhlížející úrovně rentability. Hodnoty dosažené za rok 2020 a 2021 jsou do značné míry ovlivněny pandemickou situací a návaznými omezeními.

Nicméně i u těchto hodnot, přestože jsou všechny kladné, je již na první pohled patrné, že stále budou hluboce pod náklady kapitálu. Navíc oproti předchozí variantě s klesající zůstatkovou hodnotou goodwillu nelze u této varianty čekat, že by mohly rentability růst alespoň časem, jak bude postupně klesat investovaný kapitál. Ani v tomto případě by tedy oceňovatel správně neměl konstatovat předpoklad nekonečného trvání oceňovaného podniku.

Pokud se opět podíváme ještě na vývoj úrovně investovaného kapitálu, je nyní již patrný zvyšující se trend, což odpovídá obvyklé situaci dobře se vyvíjejícího podniku.

**Obr. 4: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu – goodwill v hodnotě brutto**

Zdroj: Vlastní zpracování z dat výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

## 6. Varianta bez goodwillu

Obě předchozí varianty poskytovaly nepříliš logický závěr, podle kterého bude podnik generovat rentability hluboce pod náklady kapitálu a nemohl by tedy takto dlouhodobě fungovat. Poslední možnost, která externímu oceňovateli zbývá, je odstranit goodwill zcela, a to jak z provozně nutného investovaného kapitálu, tak z výpočtu korigovaného provozně nutného investovaného kapitálu.

Také prof. Damodaran (2012) ve svém článku zmiňuje, že investoři a analytici často reagují na problémy způsobené goodwillem tím, že ho z účetnictví a investovaného kapitálu zcela odstraní. Jako důvody jsou v článku uváděny tyto skutečnosti, se kterými rozhodně lze souhlasit:

- goodwill komplikuje srovnání mezi různými společnostmi, z nichž některé goodwill v účetnictví mají a jiné nemají,
- zkresluje tržní násobitele, které mají ve jmenovateli účetní vlastní nebo investovaný kapitál, protože společnosti s goodwillem v účetnictví pak vypadají levněji,
- při výnosovém ocenění snižuje rentabilitu,
- významná část goodwillu v účetnictví navíc nemusí mít zcela racionální podstatu, prof. Damodaran v této souvislosti zmiňuje, že přibližně u 55 % akvizic cena akcií nabývajících společnosti po transakci klesá.

Prof. Damodaran uvádí, že není zastáncem úplného odstranění goodwillu z účetnictví, protože společnost pak může pro investora vypadat atraktivněji, než ve skutečnosti je. Nicméně navrhuje postupné promítání části goodwillu v průběhu několika let, což podle našeho názoru pro externího oceňovatele nebude většinou příliš použitelné.

Aplikujeme tedy nyní postup s odstraněním goodwillu na případ Pivovarů Staropramen. Provozně nutný investovaný kapitál pak bude výrazně nižší než v předchozích dvou variantách.

**Tab. 8: Provozně nutný investovaný kapitál – bez goodwillu (mil. Kč)**

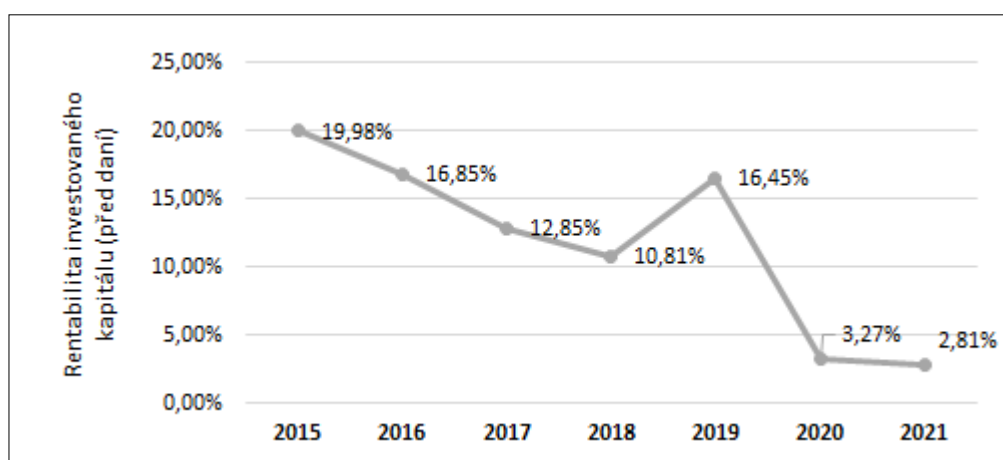
Položka k 31. 12.	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní dlouh. nehm. majetek	33	20	12	10	7	5	3	2
Dlouhodobý hmotný majetek	3 281	3 258	3 232	3 239	3 265	3 307	3 261	3 206
Provozně nutný pracovní kapit.	68	-105	68	-13	-302	-55	889	7
<b>Provozně nutný investovaný kapitál</b>	<b>3 382</b>	<b>3 173</b>	<b>3 312</b>	<b>3 236</b>	<b>2 970</b>	<b>3 257</b>	<b>4 153</b>	<b>3 215</b>

Zdroj: Vlastní zpracování na základě výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Při eliminaci goodwillu z rozvahy je samozřejmě potřeba eliminovat i nákladové položky spojené s goodwillem z korigovaného provozního výsledku hospodaření. *KPVH* tedy bude mít zcela shodnou výši, jako v tab. 7 v předchozí části. Pouze zdůvodnění je jiné, v předchozí části byly odstraněny pouze úpravy goodwillu, zatímco nyní je goodwill odstraněn zcela.

Vzhledem k tomu, že *KPVH* v čitateli ukazatele rentability zůstane stejný jako v předchozí části, ale provozně nutný investovaný kapitál ve jmenovateli silně klesl, dostávají se rentability investovaného kapitálu na podstatně vyšší úroveň. I když by je bylo potřeba ještě porovnat s náklady kapitálu, již na první pohled je zřejmé, že je dost pravděpodobné, že je budou převyšovat. Nízké rentability v letech 2020 a 2021 je opět možné přičíst pandemické situaci a je významná šance, že by měly po překonání mimořádné situace v následujících letech plánu opět vzrůst. Oceňovatel by tak předpoklad nekonečného trvání podniku s největší pravděpodobností v tomto případě konstatoval (i když stále musíme mít na paměti, že jde o rentability z *KPVH* před daní).

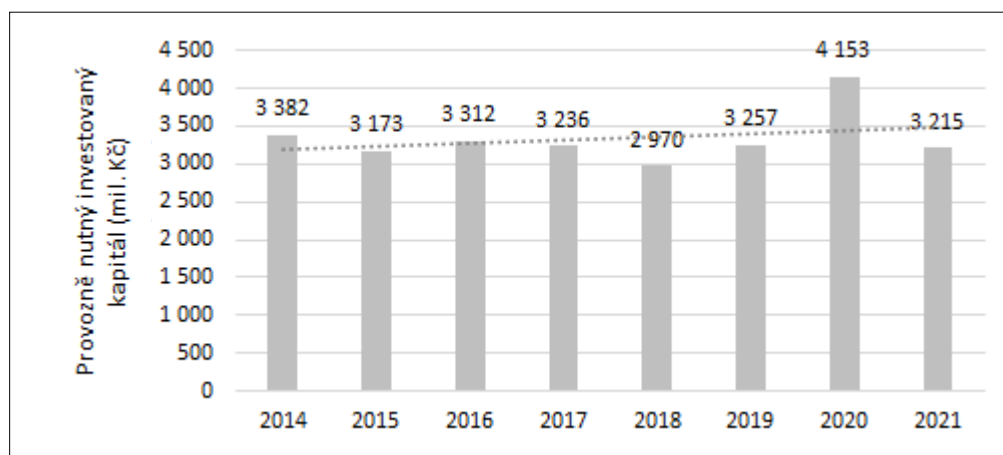
**Obr. 5: Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu před daní – bez goodwillu**



Zdroj: Vlastní zpracování z dat výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

Také vývoj výše provozně nutného investovaného kapitálu vykazuje mírně rostoucí trend, což se u prosperujícího podniku předpokládá jako obvyklá situace.

**Obr. 6: Vývoj provozně nutného investovaného kapitálu – bez goodwillu**



Zdroj: Vlastní zpracování z dat výročních zpráv společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o., 2014–2021

## **7. Diskuse k variantám řešení goodwillu v minulé řadě a v 1. fázi**

Jak je patrné z předchozích částí, každá z popsaných variant poskytne oceňovateli zcela odlišný obrázek o oceňovaném podniku. Jak již bylo uvedeno, z důvodu větší průkaznosti byla použita skutečná čísla z účetnictví za minulé roky, ale prognóza v 1. fázi by na tyto hodnoty plynule navázala. Dále uvedené úvahy proto můžeme udělat společně pro obě části časové řady s explicitními finančními výkazy a hodnotami dopočítaných veličin za jednotlivé roky.

Máme tedy tři zcela odlišné výsledky a zůstává otázka, jak s nimi nejlépe naložit. Zkusíme nejprve uspořádat dílčí myšlenky.

### **Výhody ponechání goodwillu v investovaném kapitálu:**

- a) Vzhledem k tomu, že za tento goodwill bylo v minulosti zapláceno, představuje jeho výše skutečně částku, do které byl investován kapitál stejně, jako to platí pro ostatní pořizované majetkové položky, které jsou potřebné k zajištění hlavního provozu podniku.
- b) Rozpětí rentability nad náklady kapitálu, případně dopočtená ekonomická přidaná hodnota, pak ukazují, jak podnik s kapitálem investovaným v minulosti dále hospodaří a zda je ho schop i v následujícím období zhodnocovat.
- c) Zároveň tyto rentability, případně ekonomické přidané hodnoty poskytují indikativní informaci o tom, zda transakce, při které byl goodwill vykázán, byla úspěšná či nikoli.
- d) Na obecné úrovni pečlivý přístup k sestavení provozně nutného investovaného kapitálu by skutečně, alespoň teoreticky, vyžadoval vyčíslit v něm i všechna identifikovatelná nehmotná aktiva. U některých podniků mohou takováto aktiva nevykázaná v účetnictví hrát významnou roli a jejich započtení do investovaného kapitálu může zreálnit propočtené rentability investovaného kapitálu, které by jinak byly nereálně vysoké. Pokud je v účetnictví vykázán goodwill tvořen převážně právě takovýmito nehmotnými aktivy, mohl by pomoci tento jinak velmi obtížný požadavek naplnit. To je právě případ analyzovaného podniku, kde šlo o ochranné známky.

### **Nevýhody ponechání goodwillu v investovaném kapitálu**

- a) Skutečnost, že jsou v investovaném kapitálu zachycena i nehmotná aktiva, je pozitivní, ale je potřeba si také uvědomit, že hodnota těchto aktiv, a o to více čistého goodwillu ve smyslu dobrého jména podniku, je v čase velmi citlivá na jakékoli změny.

Je to i případ Pivovarů Staropramen. Ochranné známky i goodwill s největší pravděpodobností stále mají kladnou hodnotu, pouze menší než v době transakce, při které byl goodwill vykázán. Jejich hodnota mohla klesnout například v důsledku do určité míry neúspěšné transakce (například cena mohla být přeplacená, s transakcí byla spojena nereálná očekávání, nebo byly nevhodně nastavené některé parametry transakce). Ale důvodem poklesu mohly být i jiné změny, například na relevantním trhu oceňovaného podniku, a k poklesu hodnoty podniku a tím i jeho goodwillu by došlo i v případě, že by žádná transakce neproběhla a goodwill nebyl účetně vykázán.

- b) Také je dobré si uvědomit, že goodwill v účetnictví vznikl z jedné konkrétní transakce, tedy z ceny, kterou byl ochoten zaplatit konkrétní investor. Ten mohl mít své vlastní důvody k zaplacení takové ceny. Goodwill tedy vznikl v podstatě z investiční hodnoty podniku, která se sice nemusela, ale také mohla výrazně lišit od hodnoty tržní.
- c) Jak bylo patrné z provedené analýzy, v případě, že má goodwill v investovaném kapitálu významný podíl, povede jeho ponechání v investovaném kapitálu ke zcela chybným závěrům ohledně perspektivy podniku. Zejména u tržní hodnoty, kde by měl být dodržován princip nejvyššího a nejlepšího využití, by měl oceňovatel konstatovat, že nejlepší využití bude odrážet likvidační hodnota podniku, protože podnik nepokrývá ani náklady kapitálu.
- d) Zároveň vedle skutečnosti, že hodnota goodwillu v účetnictví je v principu historická hodnota, může být tato hodnota zkracována v dalších letech odepisováním podle účetních pravidel, které nemusejí odpovídat reálnému ekonomickému vývoji této hodnoty. Účetnictví by na pokles hodnoty goodwillu samozřejmě mělo reagovat opravnými položkami. To se dělo i v analyzovaném případě, což také naznačovalo, že si goodwill, resp. ochranné známky svoji původní hodnotu neudržely. Nicméně opět, opravné položky jsou tvořeny podle účetních postupů a mohou být vzdálené reálnému odhadcovskému ocenění těchto nehmotných aktiv čistě na ekonomických principech.
- e) Pokud by tedy oceňovatel chtěl nehmotná aktiva do investovaného kapitálu zapracovat, měl by je ocenit aktuální hodnotou k datu ocenění podniku.
- f) Účetní goodwill velmi ztěžuje porovnání zejména rentabilit kapitálu mezi podniky, z nichž některé goodwill v rozvaze vykázán mají a jiné nikoli.

Uvedené úvahy bychom mohli **shrnout do následujících doporučení**, aniž bychom je ale považovali za vyčerpávající a konečná řešení:

- 1) Významnou roli, jak naložit s účetním goodwillem, bude hrát **účel**, který v tu chvíli sledujeme, a hledaná **báze hodnoty** oceňovaného podniku.
  - 2) **Ponechat goodwill** v investovaném kapitálu bude vhodné zejména v těchto případech:
    - pokud je primárním cílem posoudit efektivnost hospodaření podniku, jako je tomu například v rámci konceptu ekonomické přidané hodnoty,
    - má-li být podnik oceněn investiční hodnotou, zejména z pohledu stávajícího vlastníka, ale i z pohledu případného zájemce o koupi podniku; v těchto případech může být pro investora cenná informace o efektivnosti nebo neefektivnosti transakce provedené v minulosti.
- Na posouzení oceňovatele či analytika by pak bylo, zda považuje charakter vykázaného účetního goodwillu spíše za přechodný a použije přímo zůstatkové hodnoty z rozvahy, nebo ho považuje za dlouhodobý, do investovaného kapitálu započítá jeho původní brutto hodnotu a současně eliminuje odpisy a případně opravné položky z korigovaného provozního výsledku hospodaření.
- 3) Naopak **zcela vyloučit goodwill** z investovaného kapitálu a snižování jeho hodnoty z korigovaného provozního výsledku hospodaření může být vhodné při hledání tržní hodnoty podniku, zejména pokud goodwill zaujímá v investovaném kapitálu významný podíl. Tím oceňovatel předejde chybnému závěru o neperspektivnosti podniku kvůli nízkým rentabilitám.

Tento postup pak v podstatě znamená, že kdyby k danému datu ocenění byla od získané výnosové hodnoty podniku odečtena neúplná substanční hodnota, byla by tím nově odhadnuta aktuální hodnota celého goodwillu k datu ocenění včetně jeho části zanesené již v minulosti do účetnictví. Tato aktuální hodnota goodwillu by zároveň odpovídala tržní hodnotě podniku a nebyla by ovlivněna subjektivními faktory, které mohly mít vliv na zaplacenou cenu a tím i související goodwill v historické transakci.

Stejný postup zacházení s goodwillem jako u tržní hodnoty by byl pravděpodobně vhodný ve většině případů i při hledání spravedlivé hodnoty podniku (equitable value), která předpokládá převod podniku mezi dvěma konkrétními subjekty.

## 8. Problém goodwillu v pokračující hodnotě

V minulé kapitole i v samotné analýze situace Pivovarů Staropramen bylo ukázáno, jaké problémy jsou spojené s vykázáním goodwillu v časové řadě, ve které oceňovatel pracuje s jednotlivými roky. Jde tedy o minulou časovou řadu a na ni navazující období 1. fáze s finančním plánem.

Nyní je ale vhodné ještě zmínit další komplikace, které může vykázání goodwillu způsobit v pokračující hodnotě. Tomuto problému jsme se věnovali již v dřívějším článku (Mařík – Maříková, 2015), kde jsme mimo jiné rozebírali, jak může přidání identifikovaných, ale v účetnictví nevykázaných nehmotných aktiv do investovaného kapitálu způsobit podhodnocení pokračující hodnoty a tím celého ocenění podniku. To, co platí pro vyčíslení identifikovaných nehmotných aktiv, pak platí ještě výrazněji pro „čistý“ goodwill ve smyslu dobrého jména podniku.

V následujícím textu problém rozebereme.

Pro pokračující hodnotu doporučujeme používat známý parametrický vzorec (Copeland, 2002; Mařík a kol., 2024):

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}, \quad (2)$$

- kde  $KPVH_{T+1}$  – korigovaný provozní výsledek hospodaření v 1. roce 2. fáze,  
 $T$  – počet let 1. fáze s explicitními ročními plány,  
 $g$  – stabilizované dlouhodobé tempo růstu ve 2. fázi,  
 $r_I$  – dlouhodobě udržitelná rentabilita investic netto ve 2. fázi,  
 $i_k$  – kalkulovaná úroková míra, tj. náklady kapitálu.

V modelu pro tuto nekonečnou druhou fázi poměr růstu a rentability ( $g/r_I$ ) zároveň odpovídá míře investic netto, tj. procentu korigovaného provozního výsledku hospodaření, které je nutné zadržet v podniku a vynaložit na rozšiřovací investice do provozně nutného investovaného kapitálu nad úroveň odpisů:

$$m_I = \frac{\text{Investice netto}}{KPVH} = \frac{g}{r_I}, \quad (3)$$

kde  $m_I$  – míra investic netto do provozně nutného investovaného kapitálu.

Připomeňme, že investice netto představují čistý meziroční přírůstek provozně nutného investovaného kapitálu. Je to ta část investic do provozně nutného investovaného kapitálu, která přesahuje výši odpisů daného roku, a proto je nutné ji hradit ze zadrženého zisku, v našem případě konkrétně z *KPVH*.

Dobře nastavené investice netto pro první rok druhé fáze je pak možné dopočítat na základě vzorce (3):

$$\text{Investice netto}_{T+1} = KPVH_{T+1} \cdot m_I = KPVH_{T+1} \cdot \frac{g}{r_I} \quad (4)$$

Na konci první fáze by v ideálním případě mělo docházet již k úplné stabilizaci parametrů, které pak budou platit dále ve 2. fázi, a budou tedy dosazeny do vzorce pro pokračující hodnotu. Případně by alespoň hodnoty parametrů na konci explicitního plánu neměly být od stabilizovaných hodnot příliš vzdálené. Úplná stabilizace parametrů se přitom projeví zejména v těchto dvou skutečnostech:

- rentabilita investic netto, což je přírůstková rentabilita, která měří, jaký přírůstek *KPVH* přináší investice netto, se zároveň rovná celkové rentabilitě investovaného kapitálu počítané podle vzorce (1),
- dlouhodobým tempem *g* rostou v průměru do nekonečna nejen tokové veličiny *KPVH* a cash flow, ale i stavová veličina provozně nutný investovaný kapitál.

Při úplné stabilizaci parametrů na konci 1. fáze tak můžeme investice netto pro výchozí rok druhé fáze dopočítat dvěma rovnocennými postupy:

$$\text{Investice netto}_{T+1} = KPVH_{T+1} \cdot \frac{g}{r_K} = K_T \cdot g, \quad (5)$$

kde  $K_T$  – provozně nutný investovaný kapitál na konci 1. fáze,

$r_K$  – rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu, viz vzorec (1).

Pokud tímto způsobem pomocí vhodně zvolených a zdůvodněných parametrů pro 2. fázi dopočítáme investice netto, je již snadné dopočítat i volný peněžní tok do firmy pro první rok druhé fáze, které se zároveň bude rovnat čitateli parametrického vzorce (2):

$$FCFF_{T+1} = KPVH_{T+1} - \text{Investice netto}_{T+1} \quad (6)$$

kde  $FCFF_{T+1}$  – Volný peněžní tok do firmy v 1. roce 2. fáze.

Nyní si ale uvědomme, co se stane, když součástí provozně nutného investovaného kapitálu na konci 1. fáze bude také účetní goodwill.

V první řadě je zřejmé, že v případě, že ještě i na konci 1. fáze bude goodwill tak velký, že povede k rentabilitě investovaného kapitálu nižší než náklady kapitálu, jak jsme to viděli v letech minulosti v naší analýze, nebylo by vůbec možné předpokládat nekonečné trvání podniku a počítat s nějakou pokračující hodnotou. Model by byl nastaven tak, že by podnik trvale ničil svoji hodnotu,

což by bylo ekonomicky těžko obhajitelné. Další úvahy se proto budou týkat situace, kdy rentabilita investovaného kapitálu alespoň převyšuje náklady kapitálu.

Ze vzorce (5) je patrné, že prostřednictvím parametrů, ať už přímo  $g$ , nebo zprostředkovaně  $r_K$ , budou ve volných peněžních tocích započítány předpokládané investice netto do celého investovaného kapitálu, tedy včetně vykázaného goodwillu. To tedy ve skutečnosti znamená, že ve volném peněžním toku je pro celou nekonečnou fázi kalkulováno s investičním výdajem do goodwillu ve výši odpisu goodwillu obsaženém v nákladech započtených do *KPVH*, a ještě navíc výdaji ve výši součinu výše goodwillu a tempa růstu.

Je patrné, že takový předpoklad vůbec nemusí být reálný a **do pokračující hodnoty tak mohou být započteny výrazně vyšší investiční výdaje**, než by bylo adekvátní. Konkrétní důvody jsou přinejmenším dva:

- a) Na udržování a rozvoj účetně vykázaného goodwillu zdaleka nemusí být zapotřebí vynakládat po celou budoucnost v průměru ročně investiční výdaje ve výši odpisů goodwillu a přírůstku tempem  $g$  z hodnoty goodwillu v předchozím roce.

Může to do určité míry přicházet do úvahy, pokud je goodwill tvořen nějakými významnými identifikovanými nehmotnými aktivy, například vlastními ochrannými známkami, pro jejichž udržování je nutné s nějakými výdaji počítat. Jde například o marketingové výdaje, časem náklady na vytvoření nových ochranných známek apod.

Pokud by však šlo o „čistý“ goodwill ve smyslu dobrého jména podniku, za který byl někdo ochoten zaplatit vyšší cenu, než byla hodnota majetkových položek, lze si jen těžko představit nějaké speciální konkrétní výdaje na udržování právě tohoto goodwillu.

- b) I v případě, že přicházejí v úvahu nějaké výdaje na udržování a rozvoj daného nehmotného aktiva, je potřeba si uvědomit, že jsou rozptýleny mezi provozními náklady, které snižují korigovaný výsledek hospodaření. Když od tohoto *KPVH* ještě dále odečteme investice netto připadající na tento nehmotný majetek, bude výdaj započten duplicitně a došlo by k podhodnocení výsledného ocenění podniku.

**Řešení** spatřujeme v těchto možnostech:

- Pokud je důvod goodwill v investovaném kapitálu ponechat, je alespoň potřeba z nákladů vyloučit tu částku, která bude od zisku odečítána ve formě investic. Pokud by tedy například šlo o úplnou stabilizaci parametrů, byl by *KPVH* v prvním roce druhé fáze navýšen o součin hodnoty goodwillu ke konci 1. fáze a tempa růstu  $g$  (srov. Mařík – Maříková, 2015). Nedošlo by tak k duplicitnímu odečtení výdajů.
- Opět platí, že při hledání tržní, případně spravedlivé hodnoty je vhodnější goodwill a jeho odpisy z investovaného kapitálu a *KPVH* zcela vyloučit. Zejména pokud by šlo jen o „čistý“ goodwill ve smyslu dobrého jména podniku.

## 9. Závěr

V předloženém článku jsme analyzovali problémy, které může při výnosovém oceňování podniku způsobovat účetně vykázaný goodwill v rozvaze za minulé roky:

- V první fázi i druhé fázi dvoufázového výnosového ocenění podniku dochází ke snížení rentability provozně nutného investovaného kapitálu. V případech vysokého podílu goodwillu v investovaném kapitálu může dojít ke snížení rentability až pod náklady kapitálu. Oceňovatel tak může dojít k paradoxnímu závěru, že při ocenění není možné pracovat s předpokladem nekonečného trvání dokonce i u prosperujících podniků.
- Odepisování goodwillu podle účetních pravidel může zkreslovat pohled na časový vývoj velikosti provozně nutného investovaného kapitálu.
- Ve druhé fázi, tj. v pokračující hodnotě, způsobuje účetní goodwill v investovaném kapitálu riziko započítání nadbytečných a duplicitních výdajů na obnovu a rozšiřování tohoto aktiva, a tím podhodnocení celého ocenění podniku.
- Goodwill vzniklý v rámci transakce provedené v delší historii před aktuálním datem ocenění podniku je spojen s jinými ekonomickými očekáváními, než odpovídá situaci z pohledu aktuálního data ocenění podniku, a s pohledem konkrétního investora.

Článek proto vyústí v hlavní doporučení:

- goodwill v investovaném kapitálu ponechat spíše jen při hledání investiční hodnoty podniku nebo při důrazu na analýzu a posouzení hospodaření podniku včetně úspěšnosti minulé transakce,
- při hledání tržní, příp. spravedlivé hodnoty podniku bude obvykle vhodnější goodwill z investovaného kapitálu i korigovaného provozního výsledku hospodaření odstranit,
- pokud bude goodwill v investovaném kapitálu ponechán, je třeba zabránit alespoň duplicitnímu započtení investic v rámci pokračující hodnoty.

## Literatura:

- [1] Adam, V. (2023): *Goodwill v investovaném kapitálu při výnosovém oceňování podniku*. Diplomová práce, vedoucí Maříková P. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra financí a oceňování podniku
- [2] Copeland, Tom – Koller, Tim – Murrin, Jack (2002): *Unternehmenswert*. Campus Verlag; Auflage: 3. völlig überarbeitete und erweiterte Auflage Campus, Frankfurt, 2002
- [3] Damodaran, A. (2012): *Acquisition Accounting II: Goodwill, more plug than asset*. [online] New York, USA. Dostupné z: <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2012/12/acquisition-accounting-ii-goodwill-more.html>
- [4] Hartinger, T. (2021): *Ocenění podniku Pivovary Staropramen, s.r.o.* Diplomová práce, vedoucí Maříková P. Vysoká škola ekonomická v Praze, Katedra financí a oceňování podniku.
- [5] Mařík, M. (2024): *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Páté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, ISBN 978–80–87865–94–1
- [6] Mařík, M. – Maříková, P. (2015): *Investovaný kapitál, jeho úpravy a rentabilita v pokračující hodnotě*. Odhadce a oceňování podniku č. 2/2015, ročník 21, str. 33–42, ISSN 1213–8223.
- [7] Molson Coors Czech s.r.o. (2012): *Zpráva nezávislého auditora, pro-forma zahajovací rozvaha a doplňující informace k 1. srpnu 2012*. [online] Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-detail?dokument=16883471&subjektId=687699&spis=274245>

- [8] Picker, Ruth; van der Tas, Leo; Kolitz, David; Livne, Gilad; Loftus, Janice; Koning, Miriam (2025): *Applying IFRS Standards*. 5. vyd. Hoboken (NJ): John Wiley & Sons. ISBN 978-1-394-23593-3.
- [9] Stewart, G. B. (1991): *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*. New York: HarperCollins. ISBN 0-88730-418-4.
- [10] Vyhláška č. 500/2002, kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.
- [11] Výroční zprávy společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o. 2014–2021. [online] Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=687699>

## Goodwill v investovaném kapitálu při výnosovém oceňování podniku

Václav Adam – Miloš Mařík – Pavla Maříková

### Abstrakt

Cílem článku je analyzovat základní varianty nakládání s účetním goodwillem v investovaném kapitálu a jejich vliv na výnosové ocenění podniku. Na skutečném případě společnosti Pivovary Staropramen, s.r.o. jsou ukázány tři možnosti, jak s goodwillem pracovat – ponechat ho v investovaném kapitálu v hodnotě netto, vykázat ho v původní hodnotě brutto, nebo goodwill z investovaného kapitálu zcela odstranit. Článek poukazuje na riziko chybného závěru ohledně perspektivnosti oceňovaného podniku, pokud vysoká hodnota účetního goodwillu v investovaném kapitálu způsobí pokles rentability pod náklady kapitálu. Druhým rizikem je kalkulace neúměrně vysokých a duplicitních investic do goodwillu v pokračující hodnotě. Hlavním doporučením článku je ponechat goodwill v investovaném kapitálu při hledání investiční hodnoty a při analýze efektivnosti hospodaření podniku, ale odstranit ho při hledání tržní nebo spravedlivé hodnoty podniku.

**Klíčová slova:** hodnota, oceňování podniku, goodwill, investovaný kapitál, rentabilita investovaného kapitálu.

## Goodwill in invested capital within income valuation of a business

### Abstract

The aim of the article is to analyze the basic variants of dealing with accounting goodwill in invested capital and their impact on the income valuation of the company. On the real case of Pivovary Staropramen, s.r.o., the article demonstrates three ways to work with goodwill – keep it in the invested capital in net value, report it at the original gross value, or completely remove goodwill from the invested capital. The article points out the risk of an erroneous conclusion regarding the going concern assumption of the valued company if the high value of accounting goodwill in the invested capital causes a decrease in profitability below the cost of capital. The second risk is the calculation of disproportionately high and duplicate investments in goodwill in continuing value. The main recommendation of the article is to keep goodwill in the invested capital when looking for investment value and when analyzing the efficiency of the company's management, but to remove it when looking for the market or equitable value of the company.

**Key words:** value, business valuation, goodwill, invested capital, return on invested capital.

**JEL classification:** G32