

Násobek EV / EBITDA: praktické poznámky k aplikaci

*Lukáš Hruboň**

Úvod

Na základě svých 15-letých praktických zkušeností s transakcemi typu nákup a prodej podniku si dovoluji konstatovat, že (i) veličina upravený zisk před úroky, daněmi a odpisy (EBITDA), respektive (ii) její dopad na ocenění podniku prostřednictvím násobku Enterprise Value / EBITDA (EV / EBITDA) je v českých realitách mimo sektor finančních institucí stále nejužívanějším konceptem při stanovení hodnoty a potažmo vyjednávání o akviziční ceně cílové společnosti.¹

Potenciální kupující často stanovuje cenu v první nezávazné nabídce pouze na základě dostupných účetních výkazů cílové společnosti, respektive svého interního či oborového násobku EV / EBITDA. V pokročilejších fázích transakce pak zájemce o akvizici sestaví detailnější oceňovací výnosový model, přičemž se diskuse mezi protistranami často opět vrací k hodnotě násobku. Ještě jednou si tak dovoluji porozumění celé problematice opětovně otevřít a upozornit na sporná místa aplikace metodiky.

V minulých příspěvcích² jsem se zabýval:

- teoretickou, empirickou a praktickou vhodností oceňovacího násobku EV / EBITDA;
- lineární regresí vlivu tzv. fundamentálních faktorů ovlivňujících výši násobku na datech z Varšavské akciové burzy;
- návrhem vhodného postupu pro kvantifikaci *upravené* EBITDA, respektive souměrných veličin *upraveného* Čistého pracovního kapitálu a Čistého dluhu.

Tímto pojednáním uzavřu celou „sérii“, přičemž se zaměřím na diskusi následujících bodů:

- Proč mohou mít dvě obdobně velké firmy, které poskytují zákazníkům na jednom území stejnou službu, výrazně jinou %-ní EBITDA marži (definovanou jako EBITDA / Tržby)?
- Proč se liší typické hodnoty násobku mezi jednotlivými obory, respektive u firem v oboru?
- EBITDA kterého roku je vhodná základna pro ocenění pomocí násobku?

* Ing. Lukáš Hruboň, Ph.D., ACCA, znalec ve specializaci Oceňování podniků.

¹ Odkaz na starší empirický výzkum je obsažen v Hruboň (2014b).

² detailní odkazy na literaturu - viz sekce Zdroje

EBITDA – zopakování základních pojmů

Koncept EBITDA

EBITDA je jedním z měřítek provozní ziskovosti firmy. Účetní výsledek hospodaření je upraven tak, aby neobsahoval vliv následujících komponent výkazů zisku a ztráty:

Úroky – nákladové úroky z titulu financování (bankovní úvěry, akcionářské půjčky apod.) a výnosové úroky plynoucí z peněžních prostředků nad rámec provozně nutného zůstatku jsou vyloučeny jako položka odrážející finanční strukturu společnosti;

Daně – splatná (a odložená) daň z příjmů právnických osob není zohledněna;

Odpisy – odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku nepředstavující peněžní výdaj jsou přičteny zpět k hospodářskému výsledku.

S využitím veličiny EBITDA se pojí následující výhody a omezení:

(+)	možnost mezinárodního srovnání firem bez ohledu na daňovou pozici, způsob financování či účetní odpisové politiky
(+)	potenciálně menší volatilita oproti ukazatelům cash flow
(-)	rozdílné účetní politiky mohou deformovat výši ukazatele
(-)	EBITDA nezohledňuje investiční náročnost firmy

Koncept upravené EBITDA

Základní EBITDA, kterou je možno vypočíst pouze z účetních výkazů, je dále vhodné upravit o položky potenciálně zkreslující její vypovídající schopnost tak, že má veličina následující kvality:

Upravená EBITDA (v Kč)

1. je primárně ukazatelem na *akruální roční* bázi, tj. realizace peněžního toku v daném období není rozhodující;
2. vyjadřuje *aktuální* úroveň výkonnosti (očekávaný vývoj ziskovosti v delším časovém horizontu zachycuje výše násobku);
3. zohledňuje ziskovost na *dlouhodobě udržitelné* bázi (anglicky „recurring“);
4. vztahuje se k *provozní* aktivitě („operating“) na bázi *hlavní činnosti* podniku („core“);
5. relevantní náklady a výnosy bez známé přesné výše jsou kalkulovány na bázi nejlepšího expertního odhadu.

Analýza fundamentálních faktorů EV / EBITDA

V minulém příspěvku Hruboň (2014b) jsme odvolili následující základní vztah mezi násobkem EV / EBITDA a fundamentálními faktory jeho hodnoty následovně:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1 - t + \frac{t \times DA}{EBITDA} - \frac{I}{EBITDA})}{(WACC - g)}, \quad (1)$$

kde	EV	- Enterprise Value (Kč),
	EBITDA	- Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Kč),
	t	- sazba splatné daně z příjmů (%),
	DA	- odpisy a amortizace dlouhodobého majetku (Kč),
	I	- investice do dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu (Kč),
	WACC	- průměrné vážené náklady investovaného kapitálu,
	g	- očekávaný růst.

Poznámka: Část vzorce $t - t \times DA / EBITDA$ reprezentuje míru zdanění EBITDA. Ohledně volby výše t přichází v úvahu dva následující postupy: 1) t odpovídá *nominální* daňové sazbě (tj. v současnosti 19 % v České republice). 2) Použijeme *efektivní* daňovou sazbu, která se může od nominální odlišovat v důsledku: a) dočasných odchylek splatné daně například v návaznosti na uplatnění daňových ztrát, odpočtu na výzkum a vývoj, respektive zrychlených daňových odpisů; b) stálých odchylek nejčastěji ve formě daňové neuplatnitelnosti určité části opakovaných nákladů. Výpočet dle vzorce (1) by ideálně měla ovlivnit efektivní daňová sazba po zohlednění pouze stálých odchylek od nominální daňové sazby.

Z dekompozice vyplývá, že násobek EV / EBITDA je *ceteris paribus* veličinou klesající v důsledku (i) vyšší míry zdanění t , (ii) vyšší investiční míry $I / EBITDA$, (iii) vyššího požadovaného výnosu z kapitálu WACC; respektive rostoucí s (iv) vyšším daňovým štítem z odpisů a (v) vyšší mírou očekávaného růstu g .

Rozdílná výše EBITDA marže u podobných firem v oboru

V této sekci se zaměříme na diskusi možných distorzí EBITDA marže v důsledku využití specifických provozních, finančních či účetních politik. Marži EBITDA v % definujeme jako $EBITDA / \text{tržby}$. Poznámka: V následujícím textu předpokládáme, že finanční analytik má přístup k interním informacím o nákladových strukturách oceňované firmy.

Vliv outsourcingu

Outsourcing může nabývat následujících základních podob:

a) poskytnutí komplexní služby na klíč dodavatelem:

a1 – u klíčových podnikových procesů (např. subdodávky stavebních prací stavební firmě či logistických služeb dopravci),

a2 – u obslužných podnikových procesů (např. právní a účetní servis);

b) poskytnutí výrobních faktorů:

b1 – poskytnutí dlouhodobého majetku: nájmy a leasing,

b2 – výkon typických zaměstnaneckých činností prostřednictvím pracovních agentur,

b3 – výkon typických zaměstnaneckých činností prostřednictvím spolupracujících OSVČ.

Ad a): Pokud se firma rozhodne komplexně svěřit část podnikových procesů externímu subjektu, tento bude zřejmě fakturovat své dodávky v ceně obsahující alokaci odpisů, finančních nákladů, daně z příjmů a své ziskové přírážky. *Ceteris paribus* tak outsourcing bude snižovat EBITDA marži. Na druhou stranu společnost může realizovat nižší provozní páku (podíl fixních nákladů) či dosáhnout lepší škálovatelnosti produkce. To může ovlivnit veličiny WACC, respektive g . Externalizace procesů tak mimo EBITDA marže může také ovlivnit výši oceňovacího násobku – viz *další subkapitola*.

Ad b): Problematické nájmy a leasingy se budeme věnovat v následující subkapitole. Při širokém využití pracovních agentur platí obdobné závěry jako v předchozím odstavci.

Při podnikové analýze je také nutno vzít v úvahu, zda není ve velkém objemu praktikován tzv. „švarcsystém“.³ Pokud tomu tak je, „chybí“ v nákladech oceňované firmy minimálně sociální a zdravotní pojištění zaměstnavatele (v současnosti 33.8 %). Za předpokladu, že by spolupracující lidská síla očekávala po převodu do zaměstnaneckého poměru stejný čistý příjem, je koeficient dodatečných nákladů až 70 % dosud fakturované ceny, a to především v závislosti na režimu výdajového paušálu uplatňovaného spolupracující OSVČ.

Leasingy a jejich vykazování: ČÚS vs. IFRS 16

Dle Českých účetních standardů jsou náklady leasingu rozeznávány akruálně v položce služby. V časovém rozlišení se objeví mimořádné platby (či jejich odklady), zatímco závazky jsou zachyceny jen ve výši posledního fakturačního období. Reportovaná EBITDA je tak nižší, zatímco není vykázán žádný závazek z titulu financování.

Dle IFRS je pro významné dlouhodobé operativní leasingy a finanční leasingy rozeznáno v aktivech právo k užívání aktiva, respektive quasi-úvěrový závazek. Výše závazku je spočtena jako současná hodnota zbývajících leasingových splátek / nájemného po dobu trvání smlouvy. Výsledovka je pak ovlivněna prostřednictvím odpisů práva k užívání, respektive implicitních finančních nákladů. Je tak zjevné, že poslední úprava IFRS 16 (Leasingy) oproti ČÚS zvyšuje hodnoty EBITDA. Standard IFRS 16 tak vlastně usiluje o zvýšení srovnatelnosti EBITDA marže firem, které mají odlišné provozní modely z hlediska vlastnictví vs. leasingů / nájmy dlouhodobého majetku.

Této často nemalé distorze si musí být oceňovatel vědom a nepracovat tak s poskytnutými finančními výkazy pouze mechanicky. EBITDA zjevně není dle rozdílných účetních standardů vždy totéž. Klíčovým faktorem aplikace tržní metody je zajištění konzistence pojetí EBITDA oceňované firmy a této ziskovosti ve vzorku srovnávaných firem. Pokud budeme používat pro rámcový benchmark násobky ze zemí, kde je aplikováno IFRS či obdobný přístup, budou příslušné násobky *ceteris paribus* nižší, než při jejich výpočtu na základě českých účetních předpisů.

³ Švarcsystém znamená v kostce nákup služeb lidské síly, které naplňují charakteristiky pracovněprávního poměru, ale jsou realizovány spolupracujícími OSVČ. Tím dochází ke značné daňové úspoře zejména na odvodech sociálního a zdravotního pojištění. Další úspora je realizována na úrovni daně z příjmu fyzických osob zaměstnance vs. OSVČ.

Poznámka: Z hlediska veličiny *upravená* EBITDA se autorovi zdá vhodnější u často se pravidelně opakujících typu nájem nemovitostí jejich pojetí dle ČÚS.

U opakovaných leasingů nejčastěji vozů je v praxi možno jít oběma cestami: (i) leasing je ponechán v provozních nákladech – ČÚS přístup vs. (ii) je fakticky zaúčtován jako spotřebitelský úvěr na auto – IFRS pohled. Při aplikaci druhé metody je však nutno mít na paměti, že vyčíslení závazku musí respektovat *průměrnou* hodnotu typického cyklu pořízení aktiv (splacení implicitního dluhu).

Pokud je na leasing pořízen „mimořádně“ významný dlouhodobý majetek s dlouhodobou životností, jeví se jako vhodnější respektovat přístup dle IFRS.

Zásoby vs. dlouhodobý majetek

S určitou benevolencí klasifikace aktiv jako zásoby vs. dlouhodobý majetek se setkáváme například u autosalónů. Část vozů, které management *de facto* zamýšlí k prodeji koncovému zákazníkovi, je po dobu až jednoho roku evidována jako odepisovaný dlouhodobý majetek (předváděcí a záložní vozidla). Tím se efektivně snižuje ve výsledovce položka náklady prodaného zboží, jelikož pořizovací cena vozů je před jejich prodejem zákazníkovi snižována prostřednictvím odpisů. Záleží samozřejmě na poměru takto prodáváných vozů, délce jejich držení v rámci dlouhodobého majetku a faktu, zda nebyly po dobu do prodeje skutečně významněji opotřebeny, což je spojeno s významnější redukcí prodejní ceny. Finanční analytik by si však měl uvědomit, že v případě nadužívání takového režimu je EBITDA i její marže „uměle“ zvyšována.

Vnitroskupinové obchodování / transakce se spřízněnými osobami

Častou výzvou srovnávacích analýz v oboru je omezená možnost odstínit vliv transakcí se spřízněnými osobami. V případě, že má analytik přístup k příslušným datům, je vhodné úroveň *upravené* EBITDA korigovat zejména o transakce bez tržní podstaty nebo oceněné na mimotržní úrovni. Přes značný důraz na vymáhání pravidel „transfer pricing“ v nedávných letech, existuje vždy určitá míra „benevolence“ pro určení ceny obvyklé v takových transakcích. Navíc se nezdá, že dokumentace převodních cen předkládaná finanční správě opírá o tržní srovnání ziskových marží u společností v oboru. Vzniká tak vlastně do určité míry začarovaný kruh. Transakce, které často ovlivňují EBITDA marži při oborovém srovnání, jsou například tzv. „management fees“, osobní spotřeba majitele či netržní předávací cena.

Příklad I. a) Srovnání logistických firem

Některé z výše uvedených bodů si demonstrujeme na hypotetickém příkladu z oboru logistika. Budeme porovnávat dvě firmy poskytující služby dodávek poslední míle se stejnou velikostí tržeb. Jedna z nich se však rozhodla jít cestou téměř komplexního outsourcingu logistiky, přičemž druhá disponuje vlastním vozovým parkem a týmem řidičů. Základní charakteristiky obou společností jsou uvedeny níže:

	Logistik A	Logistik B
Popis firmy		
Role vlastníka / managementu	Závislost na vlastníkově f.o.	Závislost na vlastníkově f.o.
Zaměření	Doručení zásilek koncovému uživateli	Doručení zásilek koncovému uživateli
Lokalita	Praha a okolí	Praha a okolí
Skladovací prostory	V pronájmu	V pronájmu
Flotila	Outsourcing logistiky na klíč subdodavateli (+) 5 vozů na operativní leasing	Vlastní flotila - 55 vozů v dlouhodobém majetku - pořízená ze zisků minulých let
Základní provozní charakteristiky		
Počet řidičů	3	55
Průměrná superhubá mzda řidiče p.m. (kCZK)	60	60
Marže po subdávce logistických služeb	32%	n.a.
Operativní leasing p.m. (kCZK)	100	n.a.
Spotřeba paliva na 1 vůz p.a. (CZK)	1,313	1,313
Průměrná cena vozu	n.r.	900
Doba / obnovy odepisování vozů v letech	3	3

Položky lišící se u Logistik A vs. B

Rozdílné obchodní modely pak mají následující dopady ve výsledovce, respektive cash flow (vše v kCZK – tis. Kč):

	Logistik A	Logistik B
Základní finanční charakteristiky		
Tržby	200,000	200,000
Subdávka logistických služeb na klíč	(136,000)	-
Palivo	(6,563)	(72,188)
Mzdové náklady řidičů	(2,160)	(39,600)
Operativní leasing	(6,000)	-
Logistická EBITDA	49,278	88,213
% marže	24.6%	44.1%
Ostatní provozní výnosy a náklady (mimo odpisy)	(35,000)	(40,000)
EBITDA	14,278	48,213
% marže	7.1%	24.1%
Odpisy flotily	-	(16,500)
EBIT	14,278	31,713
% marže	7.1%	15.9%
Daně z EBIT (@ 19%)	(2,713)	(6,025)
CAPEX	-	(16,500)
Investice do ČPK	-	-
FCFF	11,565	25,687
% marže	5.8%	12.8%

Zdroj: Vlastní zadání a výpočty

Z rozboru finančních výkazů vyplývá, že i když jsou tržby (potažmo typ koncového zákazníka) u obou firem stejné:

- Logistická marže EBITDA Logistika B je o 19.5 p.b. vyšší.
- Tento fakt je v rámci FCFF marže korigován vyšší provozní režii (údržba plus personální obsluha vozového parku, respektive HR agendy řidičů) a investicemi do dlouhodobého majetku. FCFF marže Logistika B je lepší pouze o 7 p.b.

Otázkou je, **zda na obě reportované EBITDA aplikovat stejný násobek**, se budeme zabývat v následující kapitole.

Fundamentální výpočtový přístup k násobku EV / EBITDA

Jak naznačují data z databáze Mergermarket, celkový násobek odvozený z trhu fúzí a akvizic ve střední a východní Evropě vykazuje stacionární povahu. Dočasné výkyvy směrem nahoru i dolů mohou být dány jak vývojem rizikového apetitu či přístupu k volnému kapitálu v čase, tak nízkým počtem pozorování v jednotlivých letech.

Tab. 1: Mediánový násobek EV / EBITDA v regionu CEE

Rok	Počet pozorování	Medián EV / EBITDA
2021	9	10.4
2020	20	7.8
2019	33	8.2
2018	16	9.5
2017	6	5.9
2016	27	7.4
2015	46	8.7
Celkem	157	8.4

Zdroj: Mergermarket

Poznámka: zahrnuje státy visegrádské čtyřky, bývalé Jugoslávie a Bulharsko; transakce se zveřejněnou cenou a EBITDA; hodnota transakce > USD 5 mil. (omezení poskytovatele databáze); vyloučení násobků s hodnotou > 50 (úprava provedená autorem).

V letech, kde bylo k dispozici alespoň 20 pozorování, se násobek pohyboval v intervalu: 7,4 – 8,7. Jako východisko výpočtové analýzy fundamentálních faktorů nám pak poslouží porovnání typických násobků EV / EBITDA mezi jednotlivými obory.

Tab. 2: Mediánový násobek EV / EBITDA dle oborů

Země CEE, roky 2015-2021	
Mining	3.7
Energy	5.1
Computer services	5.4
Chemicals and materials	6.0
Telecommunications: Carriers	6.2
Industrial products and services	6.4
Consumer: Foods	6.5
Construction	6.7
Medical	7.1
Automotive	7.8
Transportation	7.9
Manufacturing (other)	8.2
Consumer: Retail	9.0
Financial Services	9.1
Services (other)	9.9
Industrial automation	10.0
Real Estate	10.4
Utilities (other)	11.3
Medical: Pharmaceuticals	11.6
Leisure	11.9
Agriculture	13.0
Computer software	13.4
Consumer: Other	13.8
Internet / ecommerce	14.0
Media	15.2
Biotechnology	28.6

Zdroj: Mergermarket

Ve výše uvedeném přehledu si můžeme mimo jiné povšimnout, že:

- Nízko jsou ohodnoceny firmy v oborech vystavených volatilním komoditním cenám, respektive obecně s vysokým podílem fixních aktiv (těžba surovin a energetika). U těžby surovin navíc nelze předpokládat výrazné rozšiřování aktivit do budoucna.
- Uprostřed spektra se nachází většina tradičních výrobních a služebních oborů.
- Násobky nemovitostních firem jsou i přes nutné investice a omezený růstový potenciál nadprůměrné, a to v důsledku dobrého rizikového profilu. Totéž platí pro síťová odvětví.
- Vysokým násobkům se těší obory se značným očekávaným růstem (e-commerce a biotechnologie).

V kostce se tak opět vracíme k rovnici (1), která popisuje fundamentální faktory násobku EV / EBITDA. Vyšší násobky budou dosahovat obory / firmy s:

- vyšším očekávaným růstem (vyšší g),
- lepším rizikovým profilem (nižší WACC),
- nižší investiční náročností (nižší $I / EBITDA$),
- nižší mírou zdanění EBITDA (nižší $t - t \times DA / EBITDA$).

Autor tak navrhuje, že relativně přístupným analytickým řešením je výpočet násobku EV / EBITDA přímo dle vzorce (1). Tento výpočet může být následně porovnán s násobky dosahovanými na trhu. K výpočtu jednotlivých komponent lze přistoupit následovně:

Rizikový profil firmy „WACC“

Stanovíme standardními přístupy popsány v odborné literatuře – základně Mařík (2007). Poznámka: Autor nepovažuje základní analýzu WACC jako úkon s vysokou časovou náročností.

Investiční náročnost „I / EBITDA“

Investice do dlouhodobého majetku a čistého pracovního kapitálu stejně tak jako EBITDA vyčíslíme na základě přiměřené dlouhé historické řady účetních výkazů. Dále vypočteme historickou investiční náročnost a aplikujeme reprezentativní poměr, případně upravený na základě konzultace s management oceňované společnosti.

Sazba daně z příjmu právnických osob na úrovni EBITDA „ $t - t \times DA / EBITDA$ “

Postupujeme obdobně jako v předchozím odstavci. Firmy s vyšší investiční náročností na dlouhodobý majetek budou částečně vyvažovat tuto „nevýhodu“ prostřednictvím dodatečných daňových štítů z odpisů.

Očekávaný růst „g“

Vzhledem k různým růstovým potenciálům konkrétní firmy i oborů se autor tohoto pojednání domnívá, že je vhodné zjednodušeně modelovat očekávaný růst EBITDA v duchu třífázového výnosového oceňovacího modelu. Míra růstu g , kterou použijeme pro výpočtový tvar násobku, odhadneme jako vážený průměr plánovaného růstu: (i) detailně v letech plánovacího horizontu, (ii) na „konvergenční“ úrovni v druhé fázi, respektive (iii) na typické úrovni g používané při modelování terminální fáze (často 1 – 3 % uvažovaného reálného růstu oboru / ekonomiky jako celku). Průměrná míra růstu je tak dána ročními mírami růstu, které by byly použity při konstrukci plného výnosového modelu. Demonstraci výpočetního postupu zachycuje Obrázek 1 níže.

Poznámka: Hodnoty růstu v 1. a 2. fázi lze určit zejména na základě konzultace s management oceňované společnosti a dostupných oborových studií.

Obr. 1: Výpočet vážené míry růstu do nekonečna – příklad („Logistik A“)

Plánovací horizont >>>	1. fáze					2. fáze					Terminální hodnota
Rok plánu >>>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
g [1]	15.0%	10.0%	7.0%	5.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.5%
WACC	11.0%										
Diskontní faktor [2]	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.54	0.48	0.43	0.39	0.35	3.22
Vážené g	4.5%	Vážený průměr vypočtený z [1] a [2]									
Podíl na hodnotě	1. fáze					2. fáze					Terminální hodnota
	40.6%					24.1%					35.3%
Vstupy výpočtu											

Zdroj: Vlastní výpočty

Příklad I b) Srovnání logistických firem - pokračování

Navržený postup kvantifikace násobku na základě fundamentálních faktorů dále demonstrujeme prostřednictvím případové studie poskytovatelů logistických služeb popsanych v Příkladu I. a. Jedná se o investorské (subjektivní) ocenění obou firem.

	Logistik A	Logistik B
Fundamentální faktory násobku EV / EBITDA		
Investiční náročnost EBITDA	-	0.342
Efektivní daňová sazba z EBITDA	0.190	0.125
Podíl fixních nákladů na tržbách	0.216	0.481
WACC		
Bezriziková úroková míra (R_f)	4.0%	4.0%
Riziková přírůžka trhu (MRP)	5.5%	5.5%
Podíl dluhu na Enterprise Value	10%	10%
Beta nezadlužená - obor (<i>Beta unlevered</i>)	0.8	0.8
Mediánový podíl fixních nákladů v oboru	0.21	0.21
Beta nezadlužená zohledňující výši fixních nákladů	0.8	1.8
Beta zadlužená	0.9	0.9
Celková přírůžka / (srážka) k Beta nezadlužené	0.1	1.1
Celková Beta	0.9	1.9
Specifická přírůžka k nákladům vlastního kapitálu za neobchodovanost a rizika malé firmy	3.0%	3.0%
Sazba dluhu po dani	2.4%	2.4%
WACC	11.0%	16.0%
Průměrný vážený růst (do nekonečna)	4.5%	3.0%
Ocenění firmy Enterprise value (kCZK)		
Násobek EV / EBITDA k aplikaci na EBITDA ($t+1$)	12.5	4.1
EV	186,824	204,145

Zdroj: Vlastní výpočty

Poznámka: Fixní náklady = mzdové náklady (+) ostatní provozní výnosy a náklady (+) leasing (+) odpisy

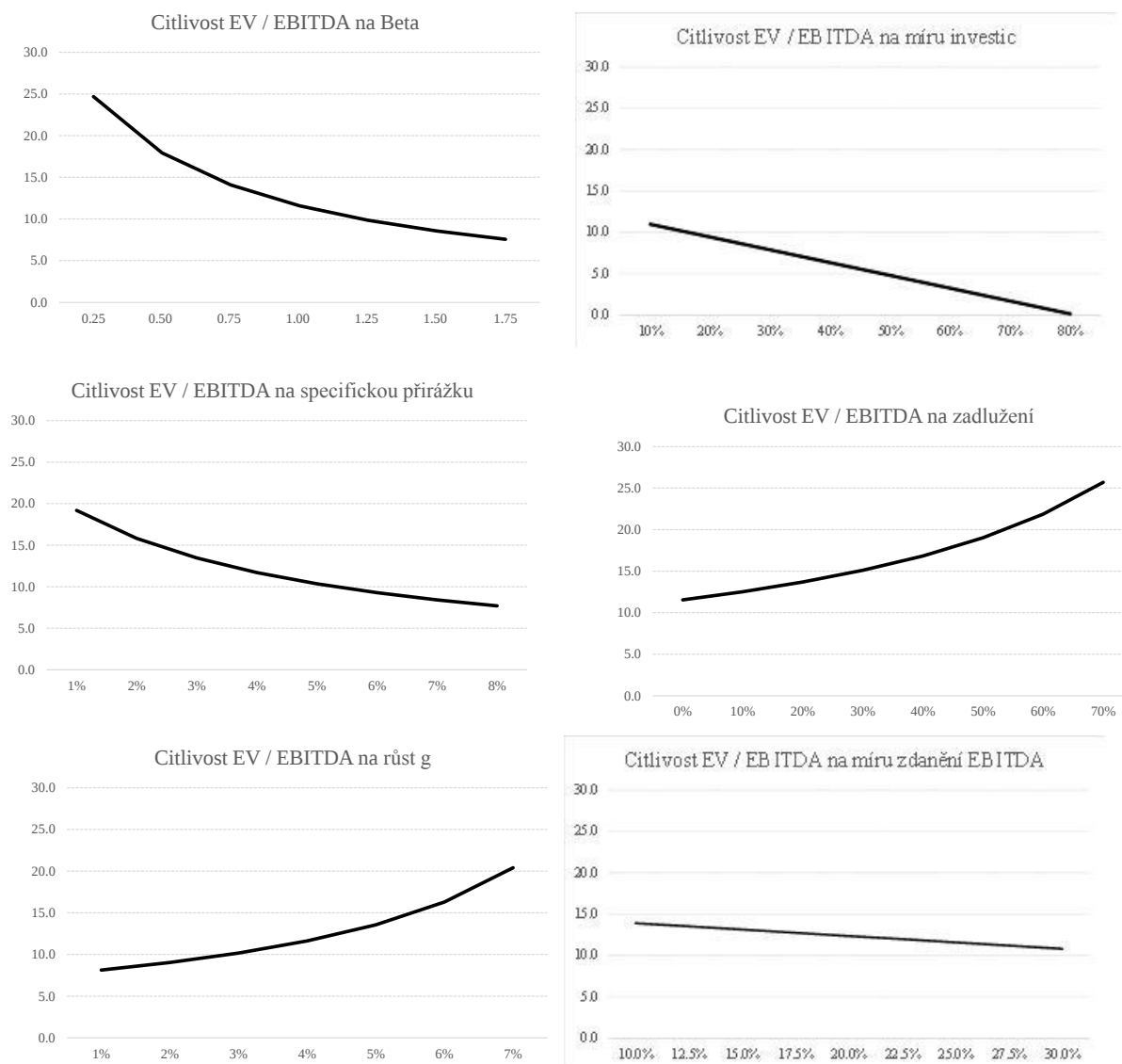
Poznámka: ilustrativní hodnoty a mechanika výpočtu WACC nejsou předmětem diskuse tohoto článku

Povšimněme si zejména následujícího:

- Logistik B má významně vyšší investiční náročnost;
- Logistik B vykazuje nižší míru zdanění EBITDA v důsledku existence odpisů;
- Vyšší úroveň fixních nákladů firmy Logistik B s vlastními řidiči a flotilou v našem výpočtu ovlivňuje hodnotu upravené *Beta* směrem nahoru;
- Předpokládáme, že budování interních logistických kapacit bude v 1. fázi plánu omezovat růstový potenciál Logistik B oproti konkurentovi, který má k dispozici desítky volných subdodavatelů na trhu;
- Násobek podniku Logistik A je výrazně atraktivnější, než násobek konkurenta. **Rozdílná výše násobku částečně koriguje významnou odchylku na úrovni podkladové EBITDA;**
- Přesto na základě provedené analýzy Logistik B při stejné výši tržeb a stejné nabízené službě dosahuje vyšší Enterprise Value. To může být zejména spojené s a) atraktivnějším portfoliem zákaznických smluv, b) celkovou větší ekonomickou vhodností zvoleného obchodního modelu internalizace dopravní flotily;
- Poznámka: Ocenění výpočtovým tvarem násobku EV / EBITDA odpovídá ocenění dle „tradičního“ vzorce $FCFF / (WACC - g)$.

Analýza citlivosti násobku EV / EBITDA na hlavní vstupy výpočtu dle vzorce (1)

Pro lepší pochopení míry vlivu vybraných hodnototvorných vstupů, provedeme grafickou analýzu citlivosti výše násobku na jejich teoreticky přípustné (zhruba obvyklé) hodnoty.

Obr. 2: Citlivost EV / EBITDA na vybrané vstupy (data „Logistik A“)

Zdroj: Vlastní výpočty

Ze základní grafické analýzy citlivosti ocenění Logistik A vyplývá následující:

- Veličiny ovlivňující jmenovatel zlomku (1) mají nelineární průběh.
- Na zvolené škále přípustných hodnot (osa x v každém z grafů) vykazuje největší dopad volba parametrů *Beta* a zadlužení firmy. Vysoká investiční náročnost má potenciál nulovat hodnotu firmy.

- Změna *Beta* o 0,25: v okolí středu škály (zde = 1,0) vyvolá změnu v násobku o ca. 2,1.
- Změna *specifické přírážky* o 2 p.b.: v okolí středu škály (zde = 4,5 %) vyvolá změnu v násobku o ca. 1,5.
- Změna růst *g* o 1 p.b.: v okolí středu škály (zde = 4 %) vyvolá změnu v násobku o ca. 1,7.

Problém volby reprezentativního období EBITDA

Protistrany při vyjednávání detailně diskutují výši *upravené* EBITDA včetně její správné báze z hlediska času. Vzhledem k běžné délce akvizičního procesu přesahující jeden rok se nesoulad v náhledu na ocenění může prohloubit v případě, kdy EBITDA cílové společnosti meziročně výrazně vzroste či naopak dramaticky poklesne. Další výzvou jsou ocenění společností typu start-up dosahující v počátku své činnosti dvouciferných meziročních temp růstu. K dispozici se nabízí následující časové báze EBITDA:

1. poslední uzavřený fiskální rok

(+)	z hlediska kvality účetnictví: často se jedná o výsledky ověřené statutárním auditorem
(+)	z hlediska rizika: „potvrzená“ výkonnost
(-)	není vypovídající pro společnosti ve fázi rychlého růstu či náhlých obchodních problémů

2. očekávaný výsledek následujícího fiskálního roku

(+)	aktuální pohled na firmu ve fázi expanze či finančních obtíží
(-)	odhad EBITDA je spojen s rizikem
	Pozn.: odhad výsledku je v mnohých oborech na základě uzavřených smluv, regulace či tržních analýz relativně spolehlivý (pomineme-li externí šoky)

3. očekávaný výsledek posledního roku finančního plánu

(+)	pohled na start-up ve „stabilizovaném období“
(-)	odhad EBITDA je spojen s vysokým rizikem

4. výsledek posledních uzavřených 12 měsíců (Last twelve months – LTM)

(+)	empirická výkonnost – viz Klement, J. [5]
(+)	„myšlenkový“ kompromis mezi přístupy 1 a 2
(-)	dodatečné náklady měsíční analýzy, respektive auditu mimo tradiční curriculum (dle relevance)

Volba vhodného přístupu zůstává v kompetenci oceňovatele, respektive jeho uplatnění závisí na argumentačních schopnostech protistran při vyjednávání. Jak je nastíněno výše, každý postup může mít dle profilu oceňované firmy své teoretické opodstatnění. Klíčové však je, aby **posuzovaná EBITDA byla z časového hlediska konzistentní s použitým poměrem EV / EBITDA**. Dle autora z hlediska teoretické analýzy v čase T totiž nedává smysl, aby použitý násobek byl stejný při aplikaci na účetní období (T–1), fiskální rok LTM(T), nebo (T+1).

Vezměme například v úvahu firmu, která právě nastoupila fázi komercializace svého produktu a v prvních třech letech tak poroste meziročně o 50 %, dále se tempa růstu sníží k 10 %. Je zřejmé, že násobek aplikovaný na EBITDA(rok 1) bude z hlediska analýzy v čase T jiný, než násobek aplikovaný na EBITDA(rok 4). Vracíme se tak k výše uvedenému výpočtovému fundamentálnímu přístupu k násobku. Veličina, kterou je ve vzorci (1) vhodné přizpůsobit je parametr g vypočítaný jako vážený průměr.

Obdobně. Předpokládejme, že databáze srovnatelných obchodovaných firem či historických akvizičních transakcí poskytuje mediánový násobek oboru technicky vypočítaný poskytovatelem databáze jako $EV / EBITDA$ posledního účetně uzavřeného fiskálního roku k datu odečtení EV. Potom je takový násobek technicky správné aplikovat na hospodářské výsledky historického uzavřeného období oceňované firmy (tj. ne na očekávanou EBITDA probíhajícího či následujícího fiskálního roku).

Na tomto místě si dovoluji ještě jednou zdůraznit, že při využití násobků odvozených od firem v oboru je zapotřebí zajistit konzistenci oceňované firmy a srovnávacího vzorku zejména v: (i) růstovém potenciálu, (ii) rizikovém, respektive investičním profilu - obchodním modelu, (iii) účetním pojetí EBITDA a (iv) časové bázi EBITDA. V ideálním případě by finanční analytik měl vyhledat manuály poskytovatele dat, respektive výroční zprávy oborových firem a plně pochopit / ověřit, jak burzovní datové platformy či databáze historických akvizic EBITDA kalkulují, respektive jaké účetní politiky oborové firmy používají. Omezením tohoto detailního přístupu je komplexita spojená s vícenáklady analýzy

Závěr

V posledním článku zaměřeném na v akviziční praxi převážně používaný násobek $EV / EBITDA$ nejprve diskutuji vliv využití outsourcingu, leasingu, transakcí se spřízněnými osobami a specifických účetních politik na dosahovanou EBITDA marži. Na příkladu dvou modelových konkurentů v sektoru logistiky demonstruji, že i oborová „peers“ mohou mít nejen výrazně jinou EBITDA marži, ale v důsledku rozdílných rizikových, růstových a investičních profilů také odlišnou výši násobku $EV / EBITDA$. Jiný způsob realizace investic do dlouhodobého majetku nutně ovlivní nejen výši EBITDA, ale také výši násobku. V závěrečné části upozorňuji na teoretické limity aplikace stejné výše násobku na historickou i očekávanou EBITDA firmy. Oceňovatel by měl při aplikaci násobku $EV / EBITDA$ jednat obezřetně a v maximální možné míře se ujistit při srovnávání firem ze stejného oboru o následující:

- EBITDA marže není deformována cenami mimo trh – např. transakcemi bez ekonomické podstaty se spřízněnými osobami či rozsáhlým užitím „švarcystému“ u jedné z firem,
- EBITDA marže není nežádoucím způsobem ovlivněna specifickými účetními politikami – např. faktické zásoby účtované jako dlouhodobý majetek či různé pojetí leasingů v ČÚS vs. IFRS,
- násobek $EV / EBITDA$ korektně zohledňuje různé růstové, rizikové a investiční profily každé z firem.

Literatura:

- [1] Hruboň, L. (2014b): Násobek EV / EBITDA: význam, analýza fundamentálních faktorů, Oceňování, číslo 3/2014, ISSN 1803-0785.
- [2] Hruboň, L. (2016): Násobek EV/EBITDA: Regresní analýza fundamentálních faktorů - data z WSE v letech 2012 - 2014, Oceňování, číslo 6/2016, ISSN 1803-0785.
- [3] Hruboň, L. (2017): Násobek EV / EBITDA: kvantifikace veličiny EBITDA, Oceňování, číslo 3/2017, ISSN 1803-0785.
- [4] Hruboň, L. (2018): Násobek EV / EBITDA: upravená EBITDA – symetrický obraz v rozvaze, Oceňování, číslo 1/2018, ISSN 1803-0785.
- [5] Klement, J. (2016): Dumb Alpha: Trailing or Forward Earnings? [ON-LINE], <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2016/07/12/dumb-alpha-trailing-or-forward-earnings/>
- [6] Mařík, M. aj. (2007): Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 2. vydání. Praha, Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.

Násobek EV / EBITDA: praktické poznámky k aplikaci

Lukáš Hruboň

ABSTRAKT

Tento příspěvek analyzuje vybrané faktory výše EBITDA marže s důrazem na vliv: (i) outsourcingu, (ii) využití nájmu a leasingů, (iii) specifické účetní politiky, (iv) transakcí se spřízněnými osobami. Autor dále upozorňuje na rizika „slepé“ aplikace uniformního oborového násobku EV / EBITDA na každou firmu splňující kritérium stejné poskytované služby / zákazníka. Oceňovatel by se měl při aplikaci metody tržního srovnání vždy v maximální možné míře ujistit, že je zajištěna konzistence mezi předmětem ocenění a oborovými „peers“ v a) účetních politikách ovlivňujících výsledovku a stejném postupu pro výpočet EBITDA; b) užití stejné báze fiskálního roku vstupujícího do výpočtu násobku; c) růstovém potenciálu, rizikovém profilu a investiční náročnosti jednotlivých uvažovaných firem.

Klíčová slova: Tržně srovnávací metoda; násobek EV / EBITDA; marže EBITDA, IFRS 16.

EV / EBITDA Multiple: EBITDA Quantification

ABSTRACT

This article analyses selected factors affecting EBITDA margins with focus on effects of: (i) outsourcing, (ii) rentals and leases utilization, (iii) specific accounting policies, (iv) transactions with related parties. Further, the author warns against “blind” application of the uniform sectorial EV / EBITDA multiple on each company fulfilling the same service provided / customer base criteria. A valuation expert attempting the market approach shall maximally double-check consistency between the valued company and its sectorial “peers” in: a) accounting policies affecting P&L and EBITDA calculation formula, b) application of the same fiscal year basis in the multiple’s computation, c) growth potential, risk profile and investment requirements of each of the companies in question.

Key words: Market based valuation; EV / EBITDA multiple; EBITDA margin; IFRS16.

JEL classification: G30