

Výnosové ocenění podniku v teorii a praxi

*Rostislav Čada** – *Martin Dvořák*** - *Pavel Neugebauer****

Úvod

Bez ohledu na fázi makroekonomického cyklu, tedy bez ohledu na skutečnost, zda je ekonomika ve fázi ekonomického rozmachu, či naopak útlumu, tvoří její podstatnou část průběžná restrukturalizace, spočívající primárně v koupi, resp. prodeji firem a jejich následnému začlenění do nových ekonomických struktur. Tato skutečnost je následně spojena s jejich zeštíhlením v rámci zefektivnění produkce. V souladu s tím a rovněž ve vztahu k nutnosti usilovat dlouhodobě o maximalizaci tržní hodnoty podniku je klíčovou otázkou pro vlastníky, či manažery samotná volba a následně i provedení metody ocenění. V rámci zbylé části tohoto příspěvku se budeme věnovat parametrům výnosového ocenění, které je teorií i praxí považováno za jednu z adekvátních možností stanovení tržní hodnoty podniku (vyjma podniků určených k likvidaci).

Tento příspěvek si klade za cíl provést zevrubný nástin aktuálně platné metodiky výnosového ocenění, včetně konkrétních doporučení formulovaných zástupci znaleckého ústavu A&CE Consulting, s.r.o. Nástin uvedených řešení je následně konfrontován se zástupci společnosti TF Partners s.r.o. (na trhu působí pod obchodní značkou TrhFirem.cz), jejichž náhled považujeme s ohledem na jejich předmět činnosti za relevantní a vysoce přínosný. Na základě obou přístupů či doporučení, jak obecně postupovat při stanovení tržní hodnoty podniku, budou formulovány stručné závěry.

Jak je uvedeno výše, výnosové ocenění podniku kalkulované na základě jeho finančního výhledu a s ohledem na očekávanou rizikovost podnikání v daném odvětví, je obecně považováno za jednu z metod ocenění, jež v případě fungujícího podniku věrně zobrazují jeho tržní hodnotu, tedy hodnotu, za niž jsou v daném okamžiku jednotlivé subjekty na trhu ochotni vstoupit do transakce svobodně, dobrovolně a bez nátlaku. Samotná „věrnost“ zobrazení tržní hodnoty však závisí primárně na způsobu provedení ocenění. V případě výnosové metody DCF pak na způsobu tvorby finančního plánu a způsobu kalkulace diskontního faktoru, zobrazujícího očekávanou výši rizika podnikání v daném sektoru.

V následující části příspěvku soustředíme svoji pozornost na ocenění provozní části podniku kalkulované výnosovou metodou ocenění, přičemž neprovozní majetkové položky, byť jsou bezpochyby nedílnou součástí výnosového ocenění, ponecháváme v tomto případě stranou. Pozornost soustředíme na parametry tvorby plánu položek provozního hospodářského výsledku a na kalkulaci diskontu jako ukazatele očekávané rizikovosti podnikání.

Tvorba plánu jednotlivých parametrů provozního hospodářského výsledku

Dle informací uvedených v rámci české i zahraniční odborné literatury je obecně doporučeno tvořit finanční plán minimálně do úrovně provozního Cash flow (včetně), a to zpravidla pro období 3-5 let. Obecně se následně předpokládá, že poslední rok finančního

* Ing. Rostislav Čada, Ph.D., A&CE Group, s. r. o., manager, kontakt: r.cada@ace.cz, www.ace.cz.

** Ing. Martin Dvořák, TF Partners s.r.o., manager, kontakt: dvorak@trhfirem.cz, www.trhfirem.cz.

*** Ing. Pavel Neugebauer, A&CE Group, s. r. o., senior manager, kontakt: p.neugebauer@ace.cz, www.ace.cz

plánu lze považovat za období stabilizace, tedy období, v němž byl zpravidla hlavní investiční cyklus, a po jehož uplynutí lze činnost zpravidla považovat za stabilní. Cash flow plynoucí ze stabilního období je pak odhadováno dle příslušných vzorců, jež se v odborné terminologii nazývají „Gordonův“ či „Parametrický“.

Navzdory výše uvedené přehlednosti a jednoznačnosti se však v praxi objevuje řada překážek vyžadujících individuální přístup. Namísto standardně aplikované délky plánu 3-5 let proto je třeba preferovat jeho délku v závislosti době ukončení očekávané ekonomické životnosti hodnotově nejvýznamnějších investic. Roční výši Cash flow z provozu pro období perpetuity je pak nutné kalkulovat s odpovídající rentabilitou investic, je v praxi může být odlišná (vyšší) v porovnání s obecně deklarovanou hodnotou vážených nákladů celkového kapitálu (WACC). Na druhou stranu, „žádný ze stromů neroste permanentně do nebe“, tudíž i rentabilitu investic nelze plánovat na dlouhodobě vyšší úrovni v porovnání s kalkulací WACC.

Z výše uvedeného pramení obecná významná doporučení pro aplikaci poznatků z odborné literatury pro predikci roční výše Cash flow:

- 1) Finanční plán by s ohledem na zjednodušený způsob kalkulace CF do perpetuity měl zahrnovat období odpovídající době životního cyklu hodnotově významných investic, zpravidla ne 3-5, ale doporučeně i cca 10 let.
- 2) Kalkulace CF do perpetuity musí bezpochyby zahrnovat adekvátní výši rentability investic, po zvážení lze rozdělit období perpetuity na dobu po kterou je v návaznosti na plán aplikovaná rentabilita investic vyšší než WACC a následně dobu tzv. „ryzí“ perpetuity, kdy rentabilita investic odpovídá kalkulaci WACC. Neúměrné zkrácení finančního plánu, případně opomenutí aplikace rentability investic pro odpočet „čistých“ investic z roční výše CF do perpetuity neoprávněně zkresluje výslednou výši ocenění.

Tvorba diskontu a jeho parametrů pro ocenění

Rovněž problematika tvorby diskontního faktoru v rámci výnosového ocenění má řadu úskalí. Jak jistě většina odborné veřejnosti ví, jednotlivé jeho parametry jsou předmětem diskuzí. Primárně se jedná o volbu výpočtu bezrizikové sazby v období finančního plánu i perpetuity, o způsob kalkulace přírážky za tržní riziko, o způsob aplikace přírážky za riziko země, o přírážku za tržní kapitalizaci, případně o přírážku za specifická rizika a rovněž o koeficient beta zobrazující očekávanou míru systematického rizika v odvětví podnikání.

V daném případě nelze než doporučit závěry aktuální české a zejména zahraniční odborné literatury, stranicí exaktně kalkulovaným alternativám výpočtu výše uvedených parametrů.

Bezriziková výnosnost

V konkrétním případě bezrizikové sazby lze tak aplikovat pro období deseti let plánu sazbu výnosnosti desetiletých dluhopisů, pro období po uplynutí deseti let pak sazbu dle Wengerova přístupu, jež je v porovnání s 10ti letou výnosností výrazně vyšší. Výhodou tohoto přístupu je nižší míra citlivosti na aktuální hodnotu výnosnosti státních dluhopisů,

neboť aktuální odchylka desetiletého dluhopisů pro prvních 10 let plánu je kompenzována v rámci kalkulace bezrizikové výnosnosti pro období perpetuity Wengerovým přístupem.

Aktuálně (březen 2014) činí výnosnost 10ti letých dluhopisů cca 2,2%, kalkulovaná výnosnost Wengerovým přístupem pro období perpetuity pak činí cca 5,4%

Míra systematického rizika odvětví (koeficient beta)

V případě stanovení míry systematického rizika (koeficientu beta) panuje mezi veřejností prakticky shoda, tj. je využívána databáze prof. Damodarana zahrnující aktuální výši systematického rizika jednotlivých odvětví z amerického či evropského trhu.

Obecně nabývá koeficient beta v závislosti na odvětví nejčastěji hodnot 0,6-1,2.

Přirážka za riziko trhu

V případě přirážky za tržní riziko lze aplikovat sazbu vycházející z aritmetického průměrování historických dat přirážky mezi bezrizikovou sazbou 10letých dluhopisů a výnosnosti trhu jako celku v USA z let 1928-2013. Jelikož z výzkumů je patrné, že jednotlivá data časové řady jsou nekorelovaná, lze souhlasit s aplikací aritmetického průměrování (aktuálně 6,29%). Vybranou odbornou literaturou avizovanou nekorelovanost lze prokázat rovněž jednoduchou kalkulací z veřejně dostupných dat.

Přirážka za riziko země

V případě aplikace přirážky za riziko země lze dle zahraniční odborné literatury zvažovat její aplikaci v plné výši (aktuálně 1,05%), neboť srovnáním české i americké bezrizikové sazby je patrné, že výnosnost a rizikovost českých dluhopisů není výrazně odlišná od výnosnosti dluhopisů amerických.

Přirážka za tržní kapitalizaci

V případě aplikace přirážky za tržní riziko lze dle zahraniční odborné literatury zvažovat její aplikaci v konkrétní výši, jež odpovídá odhadu jejich tržní kapitalizace. Pro většinu českých podniků ve výši 3,9%, což je výsledkem exaktně doložitelné studie historických dat amerického trhu publikované prof. Ibbotsonem.

Zadlužení společnosti

Má rovněž bezpochyby vliv na rizikovost společnosti a to nejen v podobě výše tržního zadlužení, ale rovněž i vlivem nákladů na cizí zdroje odvíjejících se od postoje bankovních institutů a ochoty půjčit za určitých podmínek.

Kalkulace parametrů diskontu - shrnutí

Z výše uvedeného textu je patrné, že zvolená alternativa kalkulace jednotlivých parametrů diskontu byla provedena s ohledem na aktuálně platnou českou i zahraniční odbornou literaturou, přičemž tyto parametry byly voleny nikoliv subjektivně, ale na základě

exaktních výpočtů z dat vyspělých dlouhodobě fungujících kapitálových trhů v USA, resp. EU.

Z dat a kalkulací je patrné, že **kalkulace očekávané rizikivosti** v podobě diskontu vycházejí **výhradně z historických dat**, jež mohou, ale i nemusí korespondovat s budoucím vývojem. Rovněž nutno zdůraznit skutečnost, že se jedná o **data společností obchodovaných na kapitálových trzích**, tedy společností považovaných v porovnání s těmi neobchodovanými za méně rizikové.

Oba zmíněné argumenty jsou samy o sobě závažným důvodem pracovat s ohledem na dodržení zásad opatrnosti s vyššími hodnotami parametrů diskontu, jež jsou navíc doloženy exaktním výpočtem. Naopak nepřiměřený, výpočty nedostatečně doložený optimismus kalkulace parametrů diskontu generuje nepřiměřeně vysoké hodnoty výnosového ocenění, odlišné od praxe (viz následující kapitola).

Konkrétní propočty teorie vs. praxe

V závislosti na výše uvedeném lze provést citlivostní analýzu kalkulace diskontního faktoru, s měnícími se základními parametry, tj. výší bezrizikové míry a zadlužení. Ostatní parametry univerzálně platné, případně, jako tomu je při odhadu koeficientu beta, byly stanoveny v konstantní výši (beta =1 odpovídá systematickému riziku trhu jako celku):

DISKONTNÍ FAKTOR	Plán	Perpetuita	Plán	Perpetuita	Plán	Perpetuita
Bezriziková sazba	2,20%	5,40%	2,20%	5,40%	2,20%	5,40%
Nezadlužená beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Přirážka za tržní riziko	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%	6,29%
Přirážka za riziko země	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%
Přirážka za tržní kapitalizaci	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%	3,90%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	20,00%	20,00%	60,00%	60,00%	80,00%	80,00%
Sazba daně z příjmů	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Náklady na úročení cizí zdroje	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Náklady na vlastní zdroje	14,93%	18,13%	22,36%	25,56%	37,22%	40,42%
WACC	12,75%	15,31%	11,37%	12,65%	10,68%	11,32%

Z dat je patrné, že v rámci výše uvedené citlivostní analýzy byla kalkulována souhrnná výše diskontu na úrovni cca 10-15% ročně. Při jisté míře zjednodušení odpovídá výše tohoto diskontu cca 6,7-10ti násobku hodnoty udržitelného EBIT konkrétní oceňované společnosti (viz kalkulace 100/10, resp. 100/15).

Srovnáním s praxí (průměrný násobek EBIT k hodnotě společností dle finanční databáze Amadeus činil za poslední 2 roky hodnotu 5,5) lze konstatovat výslednou kalkulaci průměrné diskontní míry cca 18% ročně (100/5,5).

Hodnota diskontu z teorie a praxe

Rozdíl mezi teoreticky stanovenou hodnotou diskontu (10-15%) a kalkulací diskontu z praxe dle realizovaných obchodů (viz násobek EBIT pro ČR odpovídající diskontu 18%) lze

přiřadit k tzv. **diskontu za nelikviditu**, vzniklému v důsledku realizace nákupu a prodeje společnosti na trhu. V daném případě se jedná o rozdíl mezi zmíněnými průměrně stanovenými 18% a hodnotou WACC při jednotlivých variantách dle teoretických výpočtů, tedy 10-15%.

Jelikož **zatím nebyla odbornou literaturou stanovena jeho jednotná kalkulace**, je bezpochyby žádoucí, aby zmíněná „black box“ – rozdíl mezi teoreticky a prakticky stanovenou hodnotou diskontu, byla co možná nejmenší.

Závěrečné shrnutí poznatků

S ohledem na výše uvedené nutno konstatovat, že bezpochyby věrohodněji působí teoretický, exaktními kalkulacemi podložený, výpočet, jehož výsledná hodnota diskontu lépe koresponduje s kalkulací diskontu stanoveného na základě porovnání hodnot realizovaných akvizic a parametrů EBIT těchto společností (viz výše průměrné hodnoty poměru „hodnota akvizice/EBIT společnosti“ z databáze Amadeus).

Naopak varianty teoretické kalkulace diskontu indikující v porovnání s diskontem kalkulovaných z násobků EBIT vůči hodnotám společností v rámci akvizic značně nižší hodnotu, vzbuzují pochybnosti o logické správnosti výpočtu.

Komentář k volbě a způsobu metody výnosového ocenění společností TF Partners s.r.o. (TrhFirem.cz)

Využívaná metodika

Nejprve bychom chtěli zdůraznit, že našimi klienty jsou malé a menší střední firmy (tržní kapitalizace desítky nebo jednotky stovek mil. Kč), které zvažují akvizici nebo prodej. Z tohoto důvodu ocenění přizpůsobujeme těmto firmám a tomuto účelu.

V zásadě při ocenění používáme výnosovou metodu EVA. Domníváme se, že nezáleží na zvolené výnosové metodě (DCF, EVA, multiple EBITDA apod.), vypočtená hodnota firmy by teoreticky měla být totožná. Jakou metodu zvolit záleží spíše na tom, kdo bude s výstupy pracovat a jak se budou interpretovat. DCF je nepochybně nejrozšířenější metoda při oceňování pro oficiální účely, multiple EBITDA se pak používá velmi často ze strany investorů při vyjednávání, protože je jednoduchá a velmi srozumitelná. **EVA**, kterou jsme zvolili my, zase vedle samotné hodnoty firmy prezentuje: i) její rozložení na dvě složky, a to substanční hodnotu a „nadhodnotu“ (můžeme říci Goodwill). Pro majitele menších firem, kteří často nemají ekonomické vzdělání, je tento výstup **srozumitelnější**. ii) V posledních letech se nezdá stávat, že se firmám podstatně snížily tržby a ziskovost a v daný moment dochází k tomu, že substanční hodnota firmy je vyšší než její výnosová hodnota. Tato skutečnost je při použití metody EVA na rozdíl od DCF zřetelně znázorněna. Avšak bez ohledu na to, jaká výnosová metoda se zvolí, musí oceňovatel řešit dva hlavní aspekty:

- budoucí vývoj tržeb, ziskovosti atd. (tedy finanční plán) a
- diskontní faktor resp. riziko, které je s podnikáním dané firmy spojené.

Finanční plán

U menších firem je finanční plán na delší dobu spíše teoretická otázka, část menších firem nepřipravuje finanční plán vůbec (podle jejich vyjádření nejsou schopni odhadnout vývoj tržeb ani na půl roku dopředu), část tvoří pouze zjednodušený odhad tržeb a plán investičních výdajů, menší část vytváří finanční plán max. na 3 roky (např. v oboru automotive, kde je plánování snazší). Domníváme se, že zvoleným krátkodobějším finančním plánem neděláme větší chybu než „hádáním“ nejisté budoucnosti. Protože vycházíme z „Going concern“ principu, pro další roky samozřejmě také využíváme perpetuitu. Obecně se při tvorbě finančních plánů podobně jako ACE snažíme držet konzervativního přístupu.

Diskont

Diskont stanovujeme výpočtem. Používáme vážený průměr nákladů na vlastní a cizí kapitál, u vlastního kapitálu jdeme cestou kalkulace/stanovení jednotlivých položek diskontu se základem CAPM. Zásadní rozdíl oproti běžně využívanému koeficientu Beta je **aplikace tzv. Total Beta. Tím zohledňujeme nejen riziko oboru, ve kterém firma podniká, ale i průměrné jedinečné riziko pro společnosti z daného oboru** (vychází z volatility výkonnosti firem v rámci oboru). Vnímáme to adekvátní právě s ohledem na menší velikost posuzovaných firem a tedy hodnocení jejich vyšší rizikovosti z pohledu investorů (vychází se z předpokladu, že investice do dané firmy nebude součástí diverzifikovaného portfolia v rámci oboru). Hodnoty Total Beta se pohybují od ca 0,8 do 6 (tj. cca 2,5-násobek Beta), **dopad do nákladů vlastního kapitálu je potom běžně v řádu 5-15 procentních bodů** oproti jejich výši při použití standardní Beta a dle našeho názoru tak **lépe vystihuje reálnou výši diskontního faktoru (WACC se tak velmi často pohybuje nad 20%)**. Hodnoty Total Beta přitom čerpáme také z datové báze prof. Damodarana, jedná se tedy o relevantní empirické hodnoty.

Specifika dané společnosti (diverzifikace portfolia odběratelů, vazba manažerské a vlastnické struktury, konkurenceschopnost produktu...) dále částečně zohledňujeme i v přírážkách v diskontu.

Co se týče diskontů za minoritu a nelikviditu, ty se velmi těžko odhadují nebo empiricky stanovují. Při prodeji firmy, stejně jako u jiného obchodu, záleží na vyjednávací pozici kupujícího a prodávajícího. Pokud je v daném čase více zájemců, tak se o **diskontu za nelikviditu neuvažuje**. Pokud je pouze jeden zájemce, tak si je toho kupující většinou vědom a nezřídká diskont použije. Majitelé firem, kteří nejsou pod časovým tlakem, tak nahrazují nelikviditu svou „trpělivostí“ (v takovém případě může prodej trvat i několik let).

Další aspekty použité metodiky

Přestože sledujeme diskuse ohledně používaných metod, cítíme, že někdy jsou více v akademické rovině než v praktické. Např. určitě se najde nemálo zastánců používání aritmetického průměru stejně jako zastánců geometrického průměru (ten aktuálně využíváme), který je v textu zmiňován. Osobně však klademe větší důraz na stanovení odhadu vývoje tržeb, zisku a rizika spojeného s danou firmou, což je složitější a s nejvýraznějším dopadem na výslednou hodnotu podniku.

Neprovozní aktiva připočítáváme k hodnotě společnosti na závěr, přičemž hodnotu si nestanovujeme sami, co se týče krátkodobého finančního majetku, tak ponecháváme část jako

provozní aktivum, její velikost závisí od běžného cash-flow společnosti, nepředpokládáme tedy možnost kontokorentu

Teoretické ocenění vs. praxe a širší pohled na hodnotu podniku

Vypočtenou hodnotu společnosti dle EVA, která je hlavním výstupem ocenění, pak formou komentáře a diskuse s majiteli konfrontujeme se substanční hodnotou, komparativní hodnotou (ilustrativně např. s oceněním firem na českém kapitálovém trhu, transakcemi prezentovanými v médiích a samozřejmě našimi transakcemi) a multiple EBITDA. Do těchto pohledů promítáme naše zkušenosti z praxe. Použití **EBITDA** odráží fakt, že tuto zjednodušenou metodu často **využívají investoři jak pro indikaci hodnoty** v akvizičních jednáních tak i ve formálních nabídkách. U menších společností se hodnota zpravidla pohybuje v rozmezí 3 až 5 násobku EBITDA cash-free/debt-free (tj. úvěry + krátkodobý finanční majetek + aktuální stav čistého pracovního kapitálu – průměrný běžný stav čistého pracovního kapitálu). Interval je hodně široký, konkrétní násobek záleží na oboru a specifikách dané společnosti (viz Diskont). Toto rozpětí se někdy objevuje i v rámci nabídek akvizice konkrétní firmy od různých investorů. Dostáváme i „agresivní“ nabídky např. 1-2*EBITDA, kde se jedná o více rizikové případy (např. evidentní „one man show“ firmy).

Opakovaně se setkáváme s případy, kdy **substanční hodnota převyšuje výnosové ocenění**. Pokud je tato disproporce významnější (jinými slovy je zde vysoký „badwill“) a majitelé očekávají výnos odpovídající právě majetkové hodnotě, pak do prodejního procesu raději ani nevstupujeme. Ze strany investorů totiž jednoznačně převažuje výnosový pohled. Logicky jim však nejvíce vyhovuje situace, kdy je zde soulad, tj. výnosová hodnota je „kryta“ reálnými aktivy.

Je třeba si uvědomit, že v prodejním procesu mezi konkrétním prodávajícím a investorem je cena sice hlavním, ale nikoliv jediným parametrem transakce a tyto parametry se dají různě kombinovat. **Není tedy „jedna cena“, ale „více cen“**, které odráží různé varianty dalších parametrů. Pro ilustraci: Investor nabízí 50 mil. Kč při okamžité splatnosti a vyvázání stávajícího majitele z vedení a omezení jeho záruk nebo cílovou cenu 75 mil. Kč při earn-out modelu s ponecháním části podnikatelských rizik po určitou dobu na původním majiteli.

Závěr

Na závěr bychom rádi shrnuli uvedené a podtrhli fakt, že praxe v drtivé většině případů ukazuje, že **reálné akviziční cenové nabídky od investorů v „nižším“ SME segmentu jsou nižší než teoreticky stanovené výnosové hodnoty**. V případech, kdy za námi prodávající přichází s investičním oceněním od třetí strany nebo znaleckým posudkem, kde se např. WACC pohybuje do 10%, bývá konfrontace s realitou pro majitele podniků velmi nemilá. Shodujeme se tak se závěry ACE Group, že teoretické kalkulace diskontu indikující v porovnání s diskontem kalkulovaným ze skutečných transakcí značně nižší hodnotu, vzbuzují pochybnosti o logické správnosti výpočtu. My se proto realitu trhu snažíme „reflektovat“ **již v samotném teoretickém ocenění a jeho interpretaci majitelům firem**. V tomto ohledu se nám tak **aplikace Total Beta jeví jako opodstatněná**, díky ní se teoreticky stanovené ocenění přibližuje realitě trhu malých a středních podniků, pro které je typické vysoké jedinečné riziko.

Závěrečné shrnutí

Konfrontujeme-li výše uvedené teoretické postupy s praktickými zkušenostmi zástupců TrhFirem.cz, lze konstatovat následující:

- Samotné finanční plány společností jsou obtížnou kapitolou, v praxi dochází (mj. s ohledem na nedostatek dat či časovou tíseň), zpravidla ke zjednodušením jejich výpočtů.
- Zmíněné přírážky kompletující diskont výnosového ocenění, které byly zpracovány v rámci teoretické části tohoto příspěvku, lze považovat za skutečně minimální a nezbytné, mj. z důvodu dat společností působících na kapitálových trzích (tedy společností méně rizikových v porovnání se společnostmi v ČR neobchodovanými), jež jsou jejich podkladem. V praxi je nad úroveň těchto parametrů počítáno navíc v různé podobě s parametry „diskont za nelikviditu“, případně „diskont za minoritu“, jejichž exaktní výpočet však chybí, je subjektivně odhadován, zpravidla v závislosti na vyjednávacích pozicích kupujících a prodávajících.
- Kontrola správnosti diskontu prostřednictvím násobků je v praxi využitelnou verifikací.

Všechny výše uvedené poznatky plynoucí ze srovnání teoretické kalkulace výnosového ocenění a praxe v podobě srovnání reálných diskontů z výsledných hodnot akvizic indikují potřebu kalkulace diskontu v rámci výnosového ocenění, jež vykazuje následující prvky:

- a) **Konzervativnost** – pragmatický, nikoliv nepřiměřeně optimistický přístup. Dle obecného pravidla pracovně nazvaného „žádný strom neroste do nebe“ je třeba při plánování budoucí činnosti podniku postupovat pragmaticky a konzervativně, nikoliv nepřiměřeně optimisticky, což se týká finančního plánu i diskontu. Je třeba klást důraz na existenci historických a tedy i očekávaných cyklických výkyvů, jež je v rámci plánu očekávaných výsledků je třeba vzít do úvahy (obecně metodou průměrování), namísto predikce dle „nejlepších“ hodnot z hospodaření společnosti. Ve stejném duchu je třeba postupovat rovněž při výpočtu jednotlivých parametrů diskontu charakterizujícím očekávané riziko podnikání, jehož podkladem by měly být dlouhé historické časové řady z dat efektivně fungujících kapitálových trhů (namísto krátkého období českých kapitálových trhů malých objemů a nízké intenzity obchodování).
- b) **Doložitelnost výpočty** – jednotlivé parametry kalkulovat na základě adekvátních a aktuálně platných relevantních dat, tedy nestanovovat jednotlivé parametry subjektivně odhadem, případně omezit tuto skutečnost na minimum. Naopak pokud možno maximum odhadovaných parametrů podpořit matematickými výpočty na základě spolehlivých dat. V ideálním případě lze doporučit verifikaci či kalkulaci z několika zdrojů odborné literatury, či vlastními výpočty.
- c) **Srovnatelnost s praxí** – průběžně porovnávat výsledné hodnoty kalkulací s reálnými akvizicemi. Teorii, má-li být užitečná, nelze oddělovat od praxe, naopak považujeme za nezbytné hledat cesty a možnosti, jak existující odchylky spolehlivě vysvětlit. Míru spolehlivosti kalkulace diskontu pak do jisté míry lze hodnotit v závislosti na

konvergenci výsledných hodnot kalkulovaných z teoretických poznatků a diskontů kalkulovaných z praxe.

Pevně věříme, že dodržení výše zmíněných postupů a zásad povede ke stanovení hodnot ocenění podniků, jež budou lépe korespondovat s jejich potenciálem

Výnosové ocenění podniku v teorii a praxi

Rostislav Čada – Martin Dvořák - Pavel Neugebauer

ABSTRAKT

Stanovení hodnoty podniku výnosovým způsobem nutno považovat za nedílnou součást ekonomické teorie i praxe. S daným procesem je však aktuálně spojena řada úskalí, generujících různé alternativy ve způsobu kalkulace dvou základních parametrů výnosového ocenění - finančního plánu i diskontu. Pro zabezpečení adekvátního výpočtu obou parametrů považujeme za nezbytné nejen podpořit výsledné hodnoty exaktními výpočty na základě aktuálně platné české i zahraniční odborné literatury, s minimem subjektivně stanovených odhadů, ale provést rovněž i kontrolní srovnání s hodnotami vycházejícími z praxe. Jedním z kontrolních mechanismů obecné správnosti přístupu ve výpočtech v oblasti diskontu, tedy parametru, jež zpravidla bývá předmětem řady sporů, pak představuje srovnání jeho teoretické kalkulace s hodnotu diskontu vycházejícím na základě porovnání parametrů v praxi realizovaných akvizic. Za předpokladu jejich vzájemně korespondujících hodnot, resp. minimálního rozdílu obou alternativ kalkulace diskontu pro výnosové ocenění, lze uvažovat o správnosti teoretického výpočtu. V případě značného rozdílu mezi oběma alternativami pak je třeba podrobit teoretický výpočet dodatečné kritice, s cílem vysvětlit a především kvantifikovat rozdíly v porovnání s výpočtem diskontu z praxe.

Klíčová slova: Ocenění; Diskont; Podniky.

Valuation of companies by Revenue methodology - theoretical and practical view

ABSTRACT

Valuation of companies by the revenue methodology is considered to be the crucial part of the economy – its theoretical and also practical part. Undoubtedly, there is a lot of difficulties in the valuation process, which generate more alternatives for two important parameters of the valuation – the financial plan and also the discount parameter. In order to make the proper and full calculation, you need to do it precisely and follow the current czech and also foreign literature, with a minimum of the subjective (not objective) estimations. Moreover, there could be made also the checking via comparison with the real acquisition results. Mainly the discount parameter, which is one of two frequently discussed parameters of the valuation, is checked through the calculation, using the numbers of the real acquisitions and its comparison with its theoretical calculation. If there is a minimal difference between theoretically and practically calculated discount parameter, there is a high possibility, that theoretical calculation is ok. Otherwise, if there is a larger difference between both alternatives, the theoretical calculation of the discount parameter must be critized and recalculated, in order to quantify and explain these differences.

Key words: Valuation; Discount; Company.

JEL classification: G34