

# Poznámky k posudkům na ocenění podniku výnosovou metodou<sup>#</sup>

*Jan Jurečka\**

Článek volně navazuje na základní publikaci o oceňování podniku M. Maříka (2003) a uvažuje o několika problémech, se kterými se setkáváme v posudcích na ocenění podniku výnosovou metodou. Na jedné straně se upozornění obsažená v článku mohou řadě oceňovatelů jevit jako nadbytečná, na druhé straně je pravda, že se jak v diplomních pracích, tak i v pracích kandidátů na oceňovatele i v posudcích zavedených znalců setkáváme s řešeními, které můžeme označit přinejmenším jako zjednodušená. Proto několik následujících upozornění.

## 1 Výběr výstižného relevantního trhu

K nejdůležitějším indikátorům budoucího ekonomického vývoje, resp. jedním z nejdůležitějších podkladů pro plánování tržeb v rámci strategické analýzy je vývoj tzv. relevantního trhu (Mařík, 2003, s. 59). Prostorově je to území, kam oceňovaný podnik dodává své výrobky a služby a území, odkud se do obchodního prostoru oceňovaného podniku takové výrobky nebo služby dodávají. Navíc to podle okolností mohou být i výrobci a dodavatelé služeb z dalších území, kteří udržují obchodní styky s uvedeným relevantním trhem. Z praktického hlediska můžeme relevantní trh nazvat jako trh konkurenční. *Poznámka: v dalším textu budeme pod pojmem výroba a výrobky rozumět i služby.*

Pro zformulování relevantního trhu, přesněji jeho síly, objemu výrobků, které bude na relevantním území umísťovat nebo na něj dodávat, potřebujeme statistické plánovací údaje. Poněkud zjednodušeně řečeno: to, co chceme naplánovat, zde především tržby oceňovaného podniku bychom měli podložit, zdůvodnit, odvodit pomocí těchž ukazatelů od všech ostatních konkurentů. To je přirozeně obtížný úkol, ale tak jako si při plánování budoucích hodnot ve vlastním podniku pomáháme dosavadním vývojem vhodných ukazatelů, můžeme totéž učinit i s relevantním trhem, řekněme rovnou s konkurencí v nejširším pojetí. Údaje většinou čerpáme z oficiálních statistik, někdy z publikovaných odborných prognóz nebo jen z odhadů. Zda získáme vhodné „relevantní“ statistické a prognostické údaje záleží na tom, jaký máme výrobní program a zda jej veřejná statistika sleduje s dostatečnou podrobností.

Pokud naše výrobky patří do širší klasifikace, která zahrnuje další skupiny výrobků, případně i jiné podobory či celé obory, musíme použít tuto širší, „zástupnou“ statistiku zahrnující i další výrobky. Statistika našeho relevantního trhu je tak rozmělněna dvěma směry:

V širší zástupné statistice relevantního trhu a relevantní produkce se jednak objevují další méně podobné výrobky či služby, takže vzniká otázka, zda jde ještě o trh, který bychom

---

# Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903

\* Ing. Jan Jurečka, CSc. – odborný asistent; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <jurecka@vse.cz>.

mohli nazvat relevantním, tj. odpovídajícím, nebo zda jde o souhrn informací o výrobcích, jejichž výroba a spotřeba má s naším oborem velmi málo společného.

Současně v takové širší statistice jsou hodnoty ekonomických ukazatelů, např. výroby v měrných jednotkách nebo tržeb v peněžním vyjádření, podstatně vyšší než v naší výrobě a v důsledku toho podnik s mizivým zastoupením na celkovém objemu nebo hodnotě produkce zdaleka nemusí mít vývoj ekonomických ukazatelů shodný se statisticky velkým ekonomickým celkem (míněno s relevantním trhem).

Menší jednotka (míněno oceňovaný podnik) může mít z nejrůznějších důvodů vývoj svých tržeb a objem výrobků zcela autonomní. Samostatný podnik může využívat různých příležitostí na trhu, aby zvětšil absolutní hodnoty svých ekonomických ukazatelů, přičemž na globálních ukazatelích relevantního či (pseudo)relativního trhu se podstatná změna v produkci jednoho menšího podniku ani neprojeví.

V domácí statistice se projeví vývoj ekonomických ukazatelů vlivem nejen tuzemské výroby a spotřeby, ale i vlivem konkurence se zahraničím, tj. dovozu a vývozu.

Jde hlavně o to, aby oborová klasifikace ekonomických činností (výroby a služeb) použitá pro formulaci relevantního trhu co nejlépe odpovídala výrobnímu programu oceňovaného podniku. Že tomu tak v oceněních, se kterými se setkáváme, nemusí vždy být, ukáží následující případy (viz VŠE, 2001-2008a; 2001-2008b).

**Případ 1:** Všechny tři části výrobního programu v jednom oceňovaném podniku: drobná výroba rybářských potřeb, kuřáckých potřeb a drobného kovového zboží, jsou považovány za výrobu kovových předmětů. Přitom patří do různých oborů, takže v klasifikaci OKEČ, která by pokryla všechny tři části výrobního programu, shledal oceňovatel společné zastoupení až ve velmi široké klasifikaci, a to v *kovodělné výrobě*. Přitom však tržby oceňovaného podniku představovaly jen stotisíciny celkových tržeb kovodělné výroby. Volba relevantního trhu byla tedy nevhodná ze dvou hledisek: a) výrobky oceňovaného podniku byly zcela netypické pro většinu oborů náležejících do kovodělné výroby, b) tvořily tak malý podíl z celé kovodělné výroby, že na něj podle zákona velkých čísel není možné přenášet statistické vlastnosti celého souboru kovodělné výroby.

**Případ 2:** Čerpání pitné vody a balení ve velkém je zařazeno v klasifikaci OKEČ do velmi široké skupiny *ostatních podnikatelských činností*. I zde tržby oceňovaného podniku představují řádově stotisíciny uvedené statistické klasifikace. Problém s relevantním trhem je zde obdobný jako u prvního případu.

**Případ 3:** Oceňovaný podnik provozoval hernu a pohostinství, přičemž pohostinství přinášelo jen menší podíl tržeb. Herny jsou v oborové klasifikaci zařazeny ve skupině ostatních podnikatelských činností, kam patří mj. i právní služby a řada dalších. I zde měl náš podnik v národní statistice velmi malý podíl a většině ostatních činností byl velmi vzdálený.

Pojem relevantního trhu a jeho statistických údajů jsme zde probírali proto, abychom upozornili na to, že pro oceňovatele jsou globální statistické údaje pro formulaci relevantního trhu velmi lákavé. Dlouhodobější tendence a prognózy, jsou pro větší celky obvykle k dispozici, jejich dlouhodobější trend obvykle nemá v čase tak velké výkyvy jaké prožívají menší podniky.

Jak se tedy zachovat v případech, kdy statistické údaje takového pseudorelevantního trhu nejsou pro budoucí vývoj oceňovaného podniku příliš vhodné? V takových případech nezbyvá než čerpat informace z jiných zdrojů. Existuje řada zájmových sdružení v různých směrech podnikání, někdy to jsou obory, někdy docela specializované výroby. V případě rybářských a kuřáckých potřeb by bylo třeba hledat v odborné rybářské literatuře příspěvky o vývoji rybářství, podobně pro kuřácké potřeby jistě existuje řada údajů o vývoji kouření, včetně forem kouření a z nich lze vyvodit i nároky na kuřácké potřeby. Pro vývoj spotřeby balené vody, včetně spotřeby ve velkých barelech a pro potřebu automatů na výdej vody jsou bezpochyby speciální studie a statistiky o struktuře a formách prodeje pitné vody v potravinářských časopisech. I neúplné nebo odhadnuté údaje zde budou vhodnější než statistiky z celků, které mají tržby o několik řádů vyšší a zahrnují druhy zboží a služeb, které jsou produkci oceňovaného podniku velmi vzdálené.

## 2 Vazba mezi údaji strategické analýzy a finanční analýzy

K přípravným krokům k ocenění výnosovou metodou patří *strategická analýza, finanční analýza a finanční plán* (Mařík, 2003, s. 56, 96; Marek, 2006, s. 179, 495).

Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál podniku, jež je oceňován, nebo jehož majetkové části jsou oceňovány. Výnosový potenciál je závislý na:

- potenciálu vnějším, který lze kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které vyplývají z podnikatelského prostředí, daném relevantním trhem co do prostoru, struktury produkce, struktury zákazníků a co do předpokládaného vývoje v čase;
- potenciálu vnitřním, který vyjadřuje schopnost, do jaké míry je podnik schopen využít šancí daných vnějším prostředím a čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho silných a slabých stránek, dané zejména jeho postavením vůči konkurenci – v čem je jeho síla i slabost na trhu;
- výsledkem rozboru výnosového potenciálu by měla být prognóza tržeb daného podniku, absolutně nebo jako vývojový index, což by měl být prakticky součin předpokládaných indexů vývoje relevantního trhu a vývoje tržního podílu podniku na relevantním trhu.

Abychom dlouho nepopisovali teoretické statě, jednu zásadní připomínku k tomu, co strategická analýza v tomto pojetí může udělat a na co už sama nestačí: může dát podklady právě jen pro *prognózu* tržeb.

Prognóza je výpověď o možném vývoji, ten nemusí být jednoznačný, naopak klasická prognóza se sestavuje ve formě „prognostického vějíře“, ve kterém je počáteční bod jednoznačný a společný (což je současný stav určité skutečnosti, v ekonomice ukazatele) a z tohoto okamžiku se možné vývojové linie rozbíhají do budoucna, kdy nejnižší, nejpomalejší vývoj označíme za pesimistický, konzervativní či opatrný a vývoj nejrychlejší označíme jako optimistický, progresivní či odvážný.

V oceňovacích posudcích, které dodržují doporučený postup se (bohužel) často zaměňuje prognóza s plánem. Prakticky se to projevuje tak, že výsledek vývoje tržeb, který vyplynul ze strategické analýzy, se beze změny objeví ve finančním plánu včetně jeho části – v tržbách, na které navazuje ocenění podniku výnosovou metodou. Zkrátka s prognózou vývoje tržeb už někteří oceňovatelé pracují jako s jednoznačným faktem.

Skutečným podkladem pro jednoznačný plán může být teprve spojení výsledku strategické analýzy s finanční analýzou a navazujícím finančním plánem, který musí zahrnout a sloučit výsledky strategické i finanční analýzy (Zahradníčková, 2007). Aniž bychom si opakovali, co je to finanční analýza, postačí zdůraznit, že dává výpověď o dosavadním ekonomickém vývoji co do absolutních čísel, vývojových indexů i struktury majetkových, zdrojových, nákladových a výnosových položek v rámci celkového majetku, celkových zdrojů a celkových nákladů a výnosů. Dále podává řadu poměrových ukazatelů, které vyjadřují vzájemné vztahy mezi složkami rozvahy a výsledovky, které na první pohled nemusí být zřejmé a teprve vzájemným porovnáním se ukáží souvislosti, které jsou mezi nimi.

Je dost nepředstavitelné, že by se tržby (přesněji prognóza tržeb) mohla přenést ze strategické analýzy přímo do finančního plánu bez ohledu na to, jak se tržby vyvíjely dosud. Kromě toho prognóza tržeb je prakticky jediný ukazatel, který obvykle ze strategické analýzy přijímáme, i když může být členěna na tržby podle hlavních položek výrobního programu, podle dodávek do tuzemska a do zahraničí, případně ještě dále hlouběji. Ale bez pohledu na dosavadní vývoj je prognóza tržeb vložená do finančního plánu přinejmenším riskantní. Můžeme namítnout, že od zadavatele, resp. od podnikového vedení se očekává, že finanční plán oceňovateli předloží. V menších podnicích tomu tak často není a i ve větších podnicích mívají oceňovatelé potíže s tím, aby finanční plán i s patřičným zdůvodněním a vysvětlením obdrželi. A i když tomu tak je, oceňovatelovou povinností je, aby porovnal výsledky svého šetření a posoudil, zda je plán reálný. Přílišný plánovací pesimismus nebo optimismus obsažený v plánu může být záměrný a oceňovatel má právo plán upravit, pokud by došel k názoru, že podceňuje nebo přeceňuje podnikové možnosti.

Samotná strategická analýza, byť konfrontovaná s výsledky finanční analýzy opět nezaručí realistický plán. Sestavit přesný plán je samozřejmě vždy umění a málokdy se splní tak jak byl sestaven, ale bez rozboru a koordinace vnitřních vazeb má finanční plán už v sobě zabudovanou problematickou vypovídací schopnost. Finanční plán musí sladit dílčí plány investiční, osobních nákladů, finančních zdrojů, nákladů a výnosů. Teprve ze sladěného finančního plánu může vzejít plán tržeb.

### **3 Vztah mezi budoucími odpisy a investicemi z dlouhodobého hlediska**

Investiční náklady i odpisy v I. fázi ocenění vycházejí z investičního a odpisového plánu. Vztah mezi nimi nemusí být v tak krátkém (obvykle pětiletém) období vyrovnaný, poněvadž investice se pořizují jednorázově na delší období, zatímco odpisy jsou pravidelné. Vyrovnaný vztah mezi investicemi a odpisy můžeme najít teprve za víceleté časové období.

Plán peněžního toku pro I. fázi výnosového ocenění metodou DCF někdy „svádí“ oceňovatele k tomu, aby pro druhou fázi použili peněžní tok posledního roku I. fáze. Tento pátý rok první fáze může být typický pro strukturu většiny nákladových a výnosových položek<sup>1</sup>, avšak nikoliv pro vztah mezi investicemi a odpisy. Pro stanovení pokračující

<sup>1</sup> *Avšak ani ostatní tj. neinvestiční výdajové či nákladové položky, se mohou v průběhu několika let vyvíjet a měnit. Pak je nutné pečlivě zvažovat, jaké hodnoty použít pro II. fázi a nejen pro ni. Některé počítačové programy k tomu svádí v těch případech, když např. dovolují pro II. fázi naprogramovat jako pokračující hodnotu poslední rok I. fáze nebo dokonce pro I. fázi poslední rok dosavadního vývoje či první rok budoucího vývoje (finančního plánu) a ostatní roky pak podle předpokládaného a zadaného indexu dalšího vývoje. Značně tím zjednodušují oceňovatelům práci, ale ti by neměli takové zjednodušení automaticky přijímat a další vývoj jak v I. fázi, tak ve II. fázi formulovat podle výsledků dosavadního vývoje ve finanční analýze a na základě poznatků strategické analýzy.*

hodnoty pro další fázi je nutné spočítat či odhadnout průměrné roční investiční náklady a započítat je do prvního roku II. fáze, i když ostatní hodnoty v peněžním toku zůstanou nezměněny. Každá vypočtená nebo odhadnutá průměrná hodnota ročních investičních nákladů bude pro budoucí peněžní tok výstižnější, než když se výše investic pouhého jednoho posledního roku I. fáze automaticky zanesle do peněžního toku celé II. fáze, v mnoha případech fáze o nekonečném trvání! (Jurečka, 2004, s. 140).

O něco složitější je situace, když se do I. fáze „nevejde“ celý investiční cyklus, tj. když z údajů první fáze nelze jednoduše odvodit průměrné roční investiční náklady. Je tomu tak např. u elektráren, tepláren a dalších, kde investiční cyklus, tj. doba mezi zásadní rekonstrukcí může trvat patnáct až dvacet let. V takovém případě lze doporučit třífázové členění budoucího vývoje. Celková doba I. a II. fáze by měla zahrnout dobu investičního cyklu. Ve II. fázi by bylo možné ponechat celou strukturu peněžního toku I. fáze pouze s tím, že by se do II. fáze zanesly předpokládané investiční náklady včetně vysokých nákladů na konci předpokládaného investičního cyklu. V následující III. fázi pokračujícího provozu (pokud by se uvažovala pokračující hodnota) by zřejmě už nezbylo nic jiného, než do pokračující hodnoty ve III. fázi vložit průměrné roční investiční náklady celého investičního cyklu.

#### **4 Volba ocenění na omezenou dobu trvání a zjednodušený výpočet ocenění**

Ocenění podniku výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků za předpokladu pokračujícího provozu nebo-li do nekonečna (going concern) netřeba představovat. O tomto způsobu ocenění, které původně pochází z ocenění pozemkové renty (kdy trvalá existence půdy ve srovnání s nejistou nekonečnou existencí podniku má svůj reálný základ), se vedou odborné diskuse. Nicméně zatím nekonečné ocenění podniku je patrně nejčastější formou ocenění, jestliže se podnik nachází v příznivé ekonomické situaci a zhoršení situace mu bezprostředně nehrozí.

Hlavním argumentem pro nekonečné trvání je obvykle to, že podnik má předpoklady k další (a při důraznějším tvrzení) neomezené existenci a k tomu se oceňovatel navíc odvolá na uznávanou literaturu od uznávaného autora, aniž by věděl, že i onen autor takovýmto způsobem ocenění není po odborné stránce nijak zvlášť nadšen. Dalším argumentem je, že oceňovatel nedovede říci, jakouže by měl dát oceňovanému podniku lhůtu na přežití. Proto ji ani nedává. Aniž bychom chtěli oceňovatelům sahat do svědomí, pro neomezenou existenci jsou zde ještě dva další důvody:

První je ten, že jestliže není snadné majetkově ocenit současnou hodnotu podniku, tím obtížnější je ocenit ji po zvoleném simulovaném ukončení podnikové činnosti, např. za deset, patnáct, dvacet let.

Druhým důvodem může být to, že diskontovat řadu čistých peněžních toků po konečnou řadu let, je vždy o něco pracnější než použít ocenění perpetuity: rozepisovat patnáct podílů s proměnlivým dělitelem zdržuje a použít zásobitele není příliš populární ani známé. Naproti tomu z hlediska pracnosti výpočtu se nabízí ten nejjednodušší vzorec pro výpočet součtu nekonečné geometrické řady, kdy ve své nejjednodušší formě je to podíl dvou čísel: pokračující hodnoty a zvolené úrokové míry ( $PH / i$ ).

Věnujme pozornost případům, kdy by mělo smysl ocenit podnik na omezenou dobu. Není jich mnoho, ale takové případy se vyskytují (viz VŠE, 2001-2008a; 2001-2008b).

**Případ 1:** Padesátiletá lékařka, která je zároveň majitelkou své ordinace, předpokládá, že v příznivém případě bude aktivně pracovat ještě patnáct let, pak ordinaci prodá, protože nikdo z blízkých příbuzných lékařem není a patrně ani nebude.

**Případ 2:** Pětapadesátiletý majitel výroby na koženou galanterii s několika zaměstnanci uvažuje, že bude aktivně podnikat ještě deset let a pak živnost prodá nebo rozprodá.

**Případ 3:** Dva majitelé bratři provozují síť maloobchodních prodejen železářským zbožím v okresním městě a vzhledem k blížícímu se důchodovému věku hodlají síť prodejen časem prodat. Poněvadž se cítí, že jsou již ekonomicky a sociálně relativně zajištěni a prodej sítě prodejen jim přinese významný jednorázový příjem, přijali oceňovatelův návrh, že jejich majetek ocení výnosovou metodou, variantou amortizační hodnoty.

Postup při ocenění na omezenou dobu podnikání při konstantních vstupních podmínkách může být následující.<sup>2</sup> Pro názornost předpokládáme, že I. fáze trvá 5 let, II. fáze dalších 10 let.

**Výpočet I. fáze:** Vypočteme čistou současnou (diskontovanou) hodnotu peněžního toku na nejbližších 5 let analyticky podle finančního plánu.

**Výpočet II. fáze s konečným počtem let:** Vypočteme součet perpetuity např. pomocí Gordonova vzorce  $PH / i$ . Nyní se zamysleme nad tím, jaký je např. rozdíl mezi hodnotou ( $\infty$ ) a hodnotou ( $\infty - 1$ )? Žádný! Z toho odvodíme:

- použijeme vypočtený součet  $\infty$  řady peněžních toků  $PH$ ; považujeme jej za součet  $\infty$  řady peněžního toku od začátku II. fáze, tj. od začátku 6. roku do teoretického  $\infty$ ,
- vypočteme tentýž součet řady peněžních toků  $PH$ , ale od konce II. fáze, tedy od začátku 16. roku do teoretického  $\infty$ .

Jaký je mezi oběma výsledky rozdíl? Ve vypočtené číselné hodnotě žádný, avšak logicky ano:

- Výsledek ad a) považujeme za současnou hodnotu řady peněžních toků k začátku 6. roku, a to od začátku II. fáze do *teoretického*  $\infty$ ,
- výsledek ad b) je třeba přepočítat na současnou hodnotu řady peněžních toků *k začátku II. fáze* a to z *doby od konce II. fáze, tj. od začátku 16. roku do teoretického*  $\infty$ ; proto jej diskontujeme koeficientem  $(1 + i)^{-10}$ .

Tím jsme získali:

- současnou hodnotu peněžního toku k začátku 6. roku do  $\infty$ ,
- současnou hodnotu peněžního toku od začátku 16. roku do  $\infty$ , vyjádřenou stejně jako ad a), tj. k začátku 6. roku.

Nyní od výsledku ad a) odečteme výsledek ad b) a tím získáme hodnotu *řady diskontovaných peněžních toků PH za období od začátku 6. roku do začátku 16. roku ve formě současné hodnoty k začátku 6. roku*. Poněvadž požadujeme výsledek k době ocenění, označované obvykle jako začátek 1. roku, je potřeba uvedený výsledek dále diskontovat za dobu I. fáze, tj. koeficientem  $(1 + i)^{-5}$ .

<sup>2</sup> Zpracováno s pomocí konzultace s Ing. Jindřichem Karpiškem, soudním znalcem.

Obecně:

$$H = \left[ \frac{PH}{i} - \frac{PH}{i} \cdot (1+i)^{-y} \right] \cdot (1+i)^{-x}, \quad (1)$$

kde  $x$  = počet let I. fáze,  
 $y$  = počet let II. fáze,  
 $i$  = diskontní míra,  
 $H$  = ocenění za II. fázi

### Příklad:

Pokračující hodnota  $PH = 100$ , úroková míra  $i = 0,1$ , délka I. fáze  $n_1 = 5$  let, délka II. fáze  $n_2 = 10$  let:

$$\begin{aligned} H &= \left[ \frac{100}{0,1} - \frac{100}{0,1} \cdot (1+0,1)^{-10} \right] \cdot (1+0,1)^{-5} = [1000 - 1000 \cdot 1,1^{-10}] \cdot 1,1^{-5} = \\ &= \left[ 1000 - \frac{1000}{2,59374} \right] / 1,6105 = \frac{1000 - 385,54}{1,6105} = \frac{614,45}{1,6105} = 381,53. \end{aligned}$$

Výsledek 381,53 představuje *čistou současnou hodnotu II. fáze*, vztaženou ke dni ocenění, tedy k okamžiku 0. Pro výsledné ocenění podniku je nutné k této hodnotě II. fáze připočítat ještě čistou současnou hodnotu I. fáze (zde na nejbližších 5 let), jak jsme si uvedli na začátku.

Pokud jde o zůstatkovou hodnotu, předpokládá se, že v posledních letech budou majitelé omezovat investice, případně budou investovat do nového vybavení nebo do větších oprav s takovým předstihem, aby dlouhodobý majetek mohl plnit své poslání do konce předpokládané doby. Pak by se mohla jako zůstatková hodnota uvažovat zůstatková účetní hodnota, odúročená za celé období předpokládaného provozu. Vzhledem k tomu, že investice, případně generální opravy by se uskutečnily v předstihu, nebyl by odhad investičních nákladů příliš složitý, poněvadž by se vztahoval k nepřiliš vzdálenému období, v krajním případě patrně nejdéle k polovině předpokládané doby daného podnikání.

V případě lékařské ordinace by prodejní hodnota byla tvořena především výnosovým potenciálem pacientů, v případě kožedělné galanterie zbytkovou hodnotou strojního zařízení, které by mohlo být prodejné např. domácími výrobci, v případě sítě obchodů železářským zbožím buďto hodnotou skladovaného zboží a případného dalšího majetku nebo výnosovou hodnotou prodeje v případě, že by síť obchodů zakoupil nový majitel. .

## 5 Výše diskontní sazby podle předpokládaného vývoje v nejbližších letech

Postup při výpočtu diskontní sazby je několikrát a můžeme jej považovat za známý. Proto k němu jen drobná poznámka: Ve většině ocenění se uvažuje diskontní míra neměnná po celou I. fázi, případně zůstává tatáž i v další fázi, zatímco v jiných oceněních se mění, ale většinou jen mírně, prakticky o zlomky procentních bodů. Ať už použijeme k výpočtu diskontní míry vážené náklady kapitálu nebo stavebnicovou metodu, vždy určitým způsobem započítáváme do této míry riziko podnikání z různých hledisek.

Domnívám se, že pokud je situace oceňovaného podniku v době ocenění stabilní, strategická analýza ukazuje na relativně dobré vyhlídky na trhu, podnik má zajištěné zakázky na příští období, nemusela by se (jinak realisticky) vypočtená diskontní míra uplatnit hned od

prvního roku, ale mohla by se postupně se zvyšovat na vypočtenou míru během několika let. Vycházíme z toho, že na nejbližší roky lze riziko odhadnout věrohodněji. Snížená diskontní míra v prvních letech I. fáze by odstranila zbytečně velké odúročení peněžního toku v případech, kdy oceňovatel považuje pro nejbližší dobu podnikání zabezpečené.

## 6 Problémy při používání regresní analýzy

Zde jen všeobecné upozornění, které vychází ze zkušeností při obhajobách závěrečných prací v kurzu oceňování podniku. Počítačové zpracování nezavazuje oceňovatele odpovědnosti za to, jaké údaje vložil do programu a za to, zda a jak rozumí získaným výsledkům.

Pokud vkládá údaje vypočtené např. regresní analýzou v rámci strategické analýzy, musí vstupním údajům vloženým do počítače předcházet jasná formulace nezávisle proměnné, např. vývoje relevantního trhu, transformační, tj. regresní rovnice, např. přímky a srozumitelná tabulka výsledků závisle proměnné např. podnikových tržeb. V tabulce by měly být obsaženy hodnoty nezávisle proměnné, empirické hodnoty závisle proměnné a teoretické, tj. vyrovnané hodnoty závisle proměnné.

Hypotéza o závislosti musí být samozřejmě vyslovena na začátku zkoumání a musí být logická. Ale teprve výsledek ukáže, zda závislost je natolik výstižná, že může být použita pro prognózování vývoje závisle proměnné, tj. podnikového ekonomického ukazatele, nejčastěji tržeb. Tímto indikátorem je těsnost závislosti, měřená koeficientem korelace, resp. nyní častěji používaným výstižnějším koeficientem determinace.

Logická závislost mezi nezávisle a závisle proměnnou ještě nemusí být výstižná, pokud jmenované koeficienty jsou nízké – znamená to, že na hodnotu závisle proměnné, tj. vyrovnaného podnikového ukazatele působí ještě další faktory, než právě použitá nezávisle proměnná (zde hodnoty ekonomického ukazatele zjištěné na relevantním trhu). V takovém případě je sice někdy možné vložit do výpočtu další nezávisle proměnné veličiny, ale v oceňovacích pracích většinou nejsou příliš vhodné, a to ze dvou důvodů:

- a) Nezávisle proměnné musí být nejen nezávislé na závisle proměnné, např. vývoj relevantního trhu nezávisí na tržbách oceňovaného podniku (pokud ovšem podnik nemá na relevantním trhu významný podíl!), ale nezávisle proměnné musí být nezávislé i samy mezi sebou. To znamená, že použijeme-li např. k prognóze podnikových tržeb současně jako jednu nezávisle proměnnou informaci o vývoji hrubého domácího produktu a jako druhou nezávisle proměnnou informaci o vývoji odvětví, v němž oceňovaný podnik působí, může zde být vzájemná závislost mezi vývojem hrubého domácího produktu a daného odvětví, jestliže toto odvětví je natolik rozsáhlé, že svými ukazateli ovlivňuje ukazatele národohospodářské. Častější a méně nápadnější chybou mohou být údajně nezávisle proměnné, které jsou ve vzájemné závislosti, např. vývoj mezd a vývoj počtu pracovníků v oboru nebo v odvětví, které slouží jako relevantní trh.
- b) Časová řada údajů, které korelujeme, nebývá obvykle příliš dlouhá, zejména v českých poměrech, kde jsou v podnicích časté majetkové, právní i organizační změny, takže souvislé řady podnikových ukazatelů představují jen několik málo let. Použijeme-li více nezávisle proměnných a vyrovnáme-li vývoj teoretickou funkcí vyššího řádu, pak výsledná funkce, která udává hodnoty našeho hledaného teoretického ukazatele (zůstáváme u podnikových tržeb) může být funkce, která proloží vstupní hodnoty nezávisle proměnných vztahem, který je blízky funkčnímu



vztahu. Tím se vlastně teoretické vyrovnání vývoje dostává do tvaru, který spíše prokládá než vyrovnává hodnoty časové řady závisle proměnné.

V popsanych případech je vhodnější regresní analýzu buď doplnit nebo rovnou nahradit jinými úvahami, a z regresní analýzy se spokojit jen s jednoduchým vyrovnáním časové řady přímkou nebo jen řetězovými a bazickými indexy. Toto vyrovnání se opět musí prověřit koeficientem determinace. Podkladem k tomu, abychom se rozhodli regresní analýzu použít, musí být logická strategická analýza, ze které vyplývá, že případná závislost odpovídá ekonomické logice.

## Závěr

Upozornili jsme na některé problémy, které se opakovaně vyskytují v posudcích na ocenění podniků výnosovou metodou. Řešení není vždy jednoduché a jednoznačné a od oceňovatele si vyžaduje tvůrčí přístup. *Relevantní trh* by měl být takový, abychom o jeho produkci, spotřebě či zahraničním obchodě mohli právem předpokládat, bude mít podobný vývoj jako produkce oceňovaného podniku; *strategická a finanční analýza* by měly na sebe navazovat natolik, aby nebyly v rozporu a pokud by tomu tak bylo, měly by k tomu být vysvětleny pádné důvody; *budoucí investice a odpisy* by měly být ve střednědobém a dlouhodobém vývoji ve vzájemné závislosti, trvalá disproporce by byla zdůvodnitelná jen tehdy, pokud bychom uvažovali o utlumení dané výroby či podniku nebo naopak o významných investicích; *doba trvání podniku*, byť prosperujícího, nemusí být neomezená a jako alternativa by měla být vypočtena i doba, za kterou by se zaplatil vložený kapitál; *diskontní sazba* pro počáteční roky I. fáze může být snížena, pokud je zřejmé, že se ekonomická situace oceňovaného podniku bude v těchto letech vyvíjet příznivě; *s regresní analýzou* při plánování či odhadu budoucího vývoje musíme zacházet opatrně s tím, že samotná metoda je schopná poskytnout matematickou formuli závislosti jakékoliv proměnné na jakékoliv jiné proměnné, proto je nutné mít zdůvodněnou hypotézu o vzájemné závislosti obou proměnných a dodržet zásady, které uvádí teorie statistiky pro využití regresní a korelační analýzy při plánování a prognózování ekonomických veličin: především mít dostatečný počet vstupních údajů či období, k vyrovnání použít funkci s logickým průběhem a s dostatečně těsnou závislostí zkoumaného podnikového ukazatele na vývoji relevantního trhu.

## Literatura

- [1] Jurečka, J. (2004): *Poznámky k obsahu a formě znaleckých posudků na ocenění podniku*. In: Mařík, M. (ed.): *Metodické problémy oceňování podniku*. Praha, Oeconomica, 2004, s. 132–142.
- [2] Mařík, M. aj. (2003): *Metody oceňování podniku*. Praha, Ekopress, 2007.
- [3] Marek, P. aj. (2006): *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha, Ekopress, 2006.
- [4] VŠE (2001-2008a): *Diplomové práce*. Praha, Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a oceňování podniku, Vysoká škola ekonomická v Praze, 2001-2008a.
- [5] VŠE (2001-2008b): *Závěrečné práce v rámci specializačního kurzu Oceňování podniku*. Praha, Institut oceňování majetku, Vysoká škola ekonomická v Praze, 2001-2008b.
- [6] Zahradníčková, L. (2007): *Plánování v rámci oceňování podniku*. In: Procházka, D. – Korda, J. (eds.): *Sborník 8. konference studentů doktorského studia FFÚ*. Praha, Oeconomica, 2007, s. 257–270.

## **Poznámky k posudkům na ocenění podniku výnosovou metodou**

*Jan Jurečka*

### **ABSTRAKT**

Článek se zabývá několika praktickými problémy, se kterými se potýkají oceňovatelé podniků. Jsou to výběr relevantního trhu pro odhad budoucího ekonomického vývoje podniku, vazba mezi strategickou a finanční analýzou podniku, vztah mezi výší odpisů a investic v budoucích letech, rozhodování mezi oceněním na omezenou a neomezenou dobu, návrh na nižší diskontní sazbu pro nejbližší roky pro perspektivní podniky a upozornění na úskalí regresní analýzy pro vyjádření vztahu mezi ekonomickým vývojem podniku a vývojem relevantního trhu. Autor varuje před zjednodušováním, se kterým se setkal v některých oceňovacích posudcích.

**Klíčová slova:** Oceňování podniku; Posudky na ocenění podniku; Výnosová metoda ocenění podniku.

## **Some Notices to the Firm Valuations by Income Approach**

### **ABSTRACT**

The article concerns some problems, which challenge the valuers of firms. They are following: the choice the appropriate relevant market as the model for estimation of the future firm economic development, the relation between the firm strategic and financial analysis, the relation between the amount of depreciations and investments in future years, the determination between the valuation for the finite or infinite time, application of the lower discount rate for the I. phase of the valuation and the warning about the faults in formulations the regression analysis between the development of the relevant market and the economic development of the firm. Author warns about the simplification of these problems in valuation reports.

**Key words:** Firm Valuation; Business Valuation; Valuation Reports; Business Income Valuation Approach.

**JEL classification:** G12, G30.