

# Hodnotový management a finanční plán podniku<sup>#</sup>

*Pavel Marinič\**

## Úvod

Dlouhodobý plán podniku představuje nástroj, pomocí kterého se realizují hlavní řídicí akty směřující k naplnění dlouhodobých cílů firmy. Z tohoto pohledu má celková kvalita finančního plánu a úspěšná realizace jím stanovených úkolů jako integrální části souhrnného plánu podniku přímý důsledek pro vývoj výslední hodnoty podniku. Sestavený plán musí splňovat nejvyšší kritéria výkonnosti měřitelné pomocí známých nástrojů ekonomické analýzy, bez kterých nelze získat konkurenční výhodu na trhu a tím zabezpečit trvalé zhodnocování majetku podniku. Vzhledem k časovému horizontu dlouhodobého plánu a riziku spojenému s fungováním firmy zůstává otázkou, jestli stanovené úkoly skutečně taková kritéria splňují a tedy jestli zabezpečují splnění dlouhodobých cílů firmy. Cílem tohoto článku je ukázat možnost aplikace hodnotových kritérií při sestavování dlouhodobého finančního plánu podniku, tak aby výsledné cíle maximalizovaly výslednou hodnotu firmy.

## Výsledná hodnota – nástroj realizace firemních cílů

Spolehlivým indikátorem dynamického rozvoje firmy je výsledná hodnota podniku za předpokladu, že výsledná hodnota podniku na konci plánovacího období diskontovaná k výchozímu roku je vyšší než aktuální hodnota firmy na počátku plánovacího období podle vztahu:

$$HP_t - HP_0 > 0, \quad (1)$$

kde  $HP_t$  = hodnota podniku na konci plánovacího období,  
 $HP_0$  = hodnota podniku na začátku plánovacího období.

Nejjednodušší možností by bylo srovnání tržní hodnoty firmy na konci sledovaného období s tržní hodnotou firmy na začátku období,

$$MV_t - MV_0 > 0, \quad (2)$$

kde  $MV_t$  = tržní hodnota podniku na konci plánovacího období,  
 $MV_0$  = tržní hodnota podniku na začátku plánovacího období.

Problém je v tom, že obvykle v období, kdy se sestavuje plán, nevíme, jaká bude aktuální cena akcie dané firmy a proto nelze spolehlivě odhadnout budoucí hodnotu podniku a tedy dospět k jednoznačnému závěru, že plán není deficitní. Podobně tento přístup není možné aplikovat u firem, které nejsou akciové společnosti, resp. jejich akcie nejsou obchodovány na trhu.

---

<sup>#</sup> 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.

<sup>\*</sup> Ing. Pavel Marinič, Ph.D., M.B.A. – 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; <marinic@vse.cz>.

Jedním z východisek jak překonat tyto problémy a přesto spolehlivě přezkoumat přijatelnost plánu podniku je vyjádření hodnoty podle následujícího vztahu (3), v kterém je promítnuta jak diskontovaná hodnota majetku i jeho přírůstek v důsledku investování, tak i diskontovaná hodnota výnosů plynoucích do podniku za předmětné období v podobě diskontovaných peněžních toků.

Hodnota firmy = Hodnota majetkové podstaty + Diskontovaná hodnota výnosů = (Současná hodnota investovaného kapitálu +  $NPV_{\text{Majetkové podstaty}}$ ) +  $NPV$  peněžních toků,

$$HP = (NPV_C + NPV_{\text{Majetkové podstaty}}) + \sum_{t=1}^n \frac{CF_n}{(1+i)^n}, \quad (3)$$

kde  $NPV_C + NPV_{\text{Majetkové podstaty}}$  = hodnota majetku firmy v hodnoceném období,  
 $CF_n / (1+i)^n$  = čistý peněžní tok za hodnocené období.

Pokud je diskontní faktor stanovený na úrovni průměrných kapitálových nákladů  $WACC$  a takto stanovená hodnota firmy je na konci plánovacího období vyšší, než byla hodnota podniku vyjádřená účetní hodnotou vlastního kapitálu na začátku plánovacího období, plán podporuje zhodnocování majetkové podstaty a je pro firmu akceptovatelný.

Jiná možnost hodnocení správnosti konstrukce plánu vychází z filozofie, že volné peněžní toky (Free Cash Flow –  $FCF$ ) reprezentují celkové peněžní prostředky, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům po zaplacení veškerých investičních aktivit. Tyto volné peněžní toky nejsou identické s peněžními toky generovanými ve výkazu o peněžních tocích, ale odrážejí skutečnost, že část hotovosti, jež je generovaná provozní činností podniku, musí být vrácena zpět do podniku formou investičních výdajů, aby byl podporován budoucí rozvoj firmy.

Podle zahraničních autorů, např. Higginse (2004), jsou tyto volné peněžní toky vyjádřené následujícím způsobem:

$$FCF = EBIT \cdot (1-t) + O - IV - \Delta\check{C}PK, \quad (4)$$

kde  $FCF$  = volný peněžní tok,  
 $EBIT$  = zisk před úroky a zdaněním,  
 $t$  = sazba daně,  
 $O$  = odpisy,  
 $IV$  = investiční výdaje,  
 $\Delta\check{C}PK$  = přírůstek čistého pracovního kapitálu.

Potom je současná hodnota vlastního kapitálu ( $SH$ ) vyjádřena vztahem:

$$SH = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i} - HD, \quad (5)$$

kde  $SH$  = současná hodnota vlastního kapitálu,  
 $FCF_i$  = volné peněžní toky v jednotlivých letech  $i$ ,  
 $r$  = diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu –  $WACC$ ),  
 $HD$  = současná hodnota úplatného cizího kapitálu.

Ve vztahu (5) je od současné hodnoty budoucích volných peněžních toků odečtena současná hodnota úplatného cizího kapitálu. Důvodem je snaha o přesné stanovení hodnoty

vlastního kapitálu, kterou pro vlastníka představuje nezádlužená firma (nezatížená hodnotou externího kapitálu).

Toto hodnocení je možné využít i v plánovacím horizontu delším než pět let, pak je ale nutné použít dvoufázový model stanovení současné hodnoty a přičíst k diskontovaným peněžním tokům pokračující hodnotu peněžních toků podle Gordonova modelu (viz Mařík, 2007):

$$PH = \frac{FCF_{t+i}}{r_k - g}, \quad (6)$$

kde  $PH$  = pokračující hodnota,  
 $FCF_{t+i}$  = volné peněžní toky v roce  $t+i$ ,  
 $r_k$  = diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu – WACC),  
 $g$  = tempo růstu  $FCF$  během druhé fáze.

Současná hodnota vlastního kapitálu bude potom vyjádřena vztahem:

$$SH = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+r)^i} + PH - HD, \quad (7)$$

kde  $SH$  = současná hodnota vlastního kapitálu,  
 $FCF_i$  = volné peněžní toky v jednotlivých letech  $i$ ,  
 $PH$  = pokračující hodnota,  
 $HD$  = současná hodnota úplného cizího kapitálu.  
 $r$  = diskontní sazba (vážené průměrné náklady kapitálu – WACC).

### Využití přidané hodnoty k predikci a hodnocení cílových parametrů plánu

Jinou možností ověření dlouhodobého plánu firmy nabízí teorie vnitřní hodnoty podniku (*intrinsic value*) (Grünwald – Holečková, 2007; Marinič, 2008), kterou je možné pro hodnocení plánu využít následujícím způsobem:

V prvním kroku je třeba stanovit vnitřní hodnotu firmy na konci i počátku plánovacího období ze vztahu:

$$VHP = Z / r_{exp}, \quad (8)$$

kde  $VHP$  = vnitřní hodnota podniku,  
 $Z$  = zisk po zdanění běžného roku,  
 $r_{exp}$  = požadovaná (očekávaná) rentabilita podniku.

Dynamiku změny vnitřní hodnoty dále stanovíme jako index vnitřní hodnoty na konci plánovacího období a vnitřní hodnoty na začátku plánovacího období:

$$I_{VHP} = VHP_t / VHP_0, \quad (9)$$

kde  $I_{VHP}$  = index změny vnitřní hodnoty podniku,  
 $VHP_t$  = vnitřní hodnota na konci plánovacího období,  
 $VHP_0$  = vnitřní hodnota na počátku plánovacího období.

A dále zkoumáním změny dynamiky relace Vnitřní hodnoty podniku / Účetní hodnota vlastního kapitálu ze vztahu:

$$I / B = VHP / VK , \quad (10)$$

kde  $I / B$  = relace Vnitřní hodnoty podniku / Účetní hodnota vlastního kapitálu,  
 $VHP$  = vnitřní hodnota podniku,  
 $VK$  = hodnota vlastního kapitálu.

Pokud  $(I / B_t) / (I / B_0) > 1$ , potom je plán akceptovatelný.

Dalším důležitým kritériem přijatelnosti dlouhodobého finančního plánu je vývoj ekonomické přidané hodnoty, kterou můžeme vyjádřit následovně za předpokladu, že:

$$r_{exp} = Z_p / VK , \quad (11)$$

kde  $r_{exp}$  = rentabilita vlastního kapitálu plánovaná (očekávaná),  
 $VK$  = vlastní kapitál,  
 $Z_p$  = zisk po zdanění plánovaný (očekávaný), a

$$NOPAT = ZUD \cdot (1 - t) = Z + U \cdot (1 - t), \quad (12)$$

kde  $NOPAT$  = provozní výsledek hospodaření po zdanění,  
 $ZUD$  = zisk pře úroky a zdaněním,  
 $t$  = sazba daně z příjmů,  
 $Z$  = zisk po zdanění,  
 $U$  = nákladové úroky.

a dále:

$$r_d \cdot (1 - t) = U \cdot (1 - t) / D , \quad (13)$$

kde  $r_d$  = průměrná úroková míra,  
 $t$  = sazba daně z příjmů,  
 $U$  = nákladové úroky,  
 $D$  = úročené dluhy (zpravidla úplatný cizí kapitál).

Když dosadíme do známého vzorce pro vážené průměrné kapitálové náklady  $WACC$  podle modelu CAPM, zdaněnou úrokovou míru vyjádřenou pomocí předchozího vztahu a náklady vlastního kapitálu vyjádříme jako plánovanou rentabilitu vlastního kapitálu, dostaneme:

$$WACC = U \cdot (1 - t) / D \cdot \frac{D}{C} + Z_p / VK \cdot \frac{VK}{C} , \quad (14)$$

kde  $WACC$  = průměrné vážené kapitálové náklady,  
 $U$  = nákladové úroky,  
 $t$  = sazba daně z příjmů,  
 $D$  = úročené dluhy (zpravidla úplatný cizí kapitál).  
 $C$  = celkový investovaný kapitál,  
 $Z_p$  = zisk plánovaný,  
 $VK$  = vlastní kapitál.

Po úpravě můžeme průměrné kapitálové náklady zapsat jako:

$$WACC \cdot C = Z_p + U \cdot (1 - t). \quad (15)$$

Dosazením do vztahu pro výpočet ekonomické přidané hodnoty *EVA* dostaneme:

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT - WACC \cdot C = \\ &= Z_{sk} + U \cdot (1 - t) - [Z_p + U \cdot (1 - t)], \\ EVA &= Z_{sk} - Z_p \end{aligned} \quad (16)$$

kde *EVA* = ekonomická přidaná hodnota,  
*NOPAT* = provozní výsledek hospodaření po zdanění,  
*WACC* = průměrné vážené kapitálové náklady,  
*C* = celkový investovaný kapitál,  
*Z<sub>sk</sub>* = zisk skutečný,  
*Z<sub>p</sub>* = zisk plánovaný,  
*U* = nákladové úroky,  
*t* = sazba daně z příjmů.

Z této formulace (16) vyplývá, že ekonomická přidaná hodnota *EVA* je rozdíl mezi čistým ziskem a plánovaným ziskem.

Plánovaný zisk na základě následující formule lze také vyjádřit jako součin skutečného zisku na začátku výchozího období a indexu změny plánované a skutečné rentability vlastního kapitálu:

$$Z_p = r_{exp} \cdot VK, \quad (17)$$

$$VK = Z_{sk} / r_{sk}, \quad (18)$$

$$Z_p = Z_{sk} \cdot r_{exp} / r_{sk}, \quad (19)$$

kde *Z<sub>p</sub>* = zisk plánovaný,  
*r<sub>exp</sub>* = rentabilita vlastního kapitálu plánovaná (očekávaná),  
*VK* = vlastní kapitál,  
*Z<sub>sk</sub>* = zisk skutečný,  
*r<sub>sk</sub>* = rentabilita vlastního kapitálu skutečná.

Když dosadíme do vztahu  $EVA = Z_{sk} - Z_p$ , plánovaný zisk podle předchozí formule dostaneme:

$$EVA = Z_{sk} - Z_{sk} \cdot r_{exp} / r_{sk}, \quad (20)$$

a dále:

$$EVA = Z_{sk} - Z_p = VK \cdot r_{sk} - VK \cdot r_{exp}. \quad (21)$$

Jednoduchým vyjmutím hodnoty vlastního kapitálu před závorky vyjádříme ekonomickou přidanou hodnotu jako součin skutečné výše vlastního kapitálu a spreadu (rozpětí) rentability.

Potom:

$$EVA = VK \cdot (r_{sk} - r_{exp}). \quad (22)$$

Tržní přidanou hodnotu (Market Value Added –  $MVA$ ) můžeme vyjádřit indexem:

$$MVA = EVA / r_{exp}. \quad (23)$$

V případě, že ekonomická přidaná hodnota převyšuje očekávanou míru zhodnocení vlastního kapitálu, tvoří podnik přidanou hodnotu, nebo naopak.

Hodnota podniku na bázi ekonomické přidané hodnoty  $HP_{EVA}$  je potom:

$$HP_{EVA} = VK + MVA. \quad (24)$$

Plán je akceptovatelný za předpokladu, že:

$$EVA_t / EVA_0 > 1. \quad (25)$$

Anebo přesněji:

$$HP_{EVA_t} / HP_{EVA_0} > 1. \quad (26)$$

Přidaná hodnota je tak jedním ze základních kritérií přijatelnosti plánu.

## **Závěr**

Podnik je v průběhu plánovacího cyklu vystaven turbulenci vnějších vlivů působících v konkrétním makroekonomickém prostředí. Takovými vlivy mohou být zejména inflace, snížení koupěschopnosti a poptávky, zvyšování nabídky v důsledku silící konkurence co může mít za následek pokles výkonnosti (prodeje) a odchylky v plnění plánovaných parametrů firmy a v krajním případě i snížení hodnoty podniku. Jak je z předchozího výkladu patrné spolehlivým regulátorem, kterým lze předikovat budoucí parametry a zabránit nežádoucímu vývoji a kterého lze využít jako indikátoru včasného varování, je zisk podniku, který jako jeden z rozhodujících generátorů tvorby hodnoty (value driver) lze spolehlivě řídit pomocí nástrojů controllingu.

## **Literatura**

- [1] Grünwald, R. – Holečková, J. (2007): *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha, Ekopress, 2007.
- [2] Higgins, R. C. (2004): *Analysis for Financial Management*. New York, McGraw-Hill, 2004.
- [3] Marinič, P. (2008): *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. Praha, Grada Publishing, 2008.
- [4] Mařík, M. aj. (2007): *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha, Ekopress, 2007.

## **Hodnotový management a finanční plán podniku**

*Pavel Marinič*

### **ABSTRAKT**

Spolehlivým indikátorem dynamického rozvoje firmy je výsledná hodnota podniku. Při sestavování plánu musí stanovené cíle indikovat výslední hodnotu podniku na konci plánovacího období, diskontovanou k výchozímu roku vyšší než je tomu na začátku zmíněného období. Vhodnými nástroji měření jsou instrumenty hodnotového managementu, které mohou ve finančním řízení být využitý jako systém včasného varování.

**Klíčová slova:** Finanční plánování; Hodnota firmy; Hodnotový management; Vnitřní hodnota firmy; Ekonomická přidaná hodnota; Controlling.

## **Value Based Management and Financial Plan**

### **ABSTRACT**

The one of many indicators' in measurement of the financial efficiency is finally value of firm. By process of financial planning have to be main target's estimated qualitative and quantitative so, that the value of firm on the end of planning's period will be higher than on the beginning of this period. For measurement is possible to use the tools of value management.

**Key words:** Financial planning process; Value of firm; Intrinsic value; Economic value added; Value based management; Controlling.

**JEL classification:** G30.