

VLIV VELIKOSTI PODNIKU NA TRANSAKČNÍ NÁSOBITELE

Jana Skálová, Tomáš Podškubka, Petr Diviš*

Abstract

The Impact of the Company's Size on the Transaction Multiple

This article focuses on the issue of company's size with connection to its valuation multiples. The phenomenon of company's size effect is described in theory and empirically tested. The knowledge of dependence on transaction multiples on company's size is essential for valuation and decision about acquisition or disinvestment. The article follows on the Jeřábek's and Čihák's article (2008). The aim of the article is to empirically verify the statement that the buyers are willing to pay relatively lower amount of money for smaller companies than in case of investment in larger companies. The aim is not to determine the specific amount of the size risk premiums but demonstrate multiples increase with company's size multiple in connection to company's size. Furthermore, it is necessary to take into account bigger companies have, in comparison with smaller entities, not only higher relative value, but also absolute. In other words, it means higher transaction multiple or lower discount rate.

Keywords: company size, transaction multiple, impact, statistics, spearman correlation

JEL Classification: G12, G34, F23

Úvod

Tento článek je věnován problematice vlivu velikosti podniku na výši transakčních násobitelů (násobků). Transakční násobitel je veličina používaná v oceňování podniků metodou tržního porovnání. Tato oceňovací metoda je založena na porovnávání historických transakcí s finančními výkazy oceňovaného akvizičního cíle. Na základě informací z tisku nebo specializovaných komerčních databází (např. Mergermarket, Thomson Financials), které uvádějí hodnoty transakcí, tj. částku, která byla zaplacená kupující firmou za prodávající společnost, je možné vypočítat tzv. transakční násobky. Ty vyjadřují poměr hodnoty transakce a základních finančních ukazatelů akvizičního cíle. Mezi nejčastější transakční násobky se řadí násobek tržeb, EBIT¹, EBITDA² nebo násobek čistého zisku. Intuitivně lze očekávat, že větší, a tedy stabilnější (diverzifikovanější) podniky se budou prodávat za relativně vyšší násobky zisku či tržeb než podniky menší.

* **Jana Skálová** (jana.skalova@vse.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví. Autorka také pracuje ve společnosti TPA Audit, s. r. o.,

Tomáš Podškubka (tomas.podskubka@tpa-group.cz), TPA Valuation & Advisory, s. r. o.,

Petr Diviš (petr.divis@tpa-group.cz), TPA Valuation & Advisory, s. r. o.

Článek je zpracován jako výstup projektu Fakulty financí a účetnictví, VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory IP100040.

- 1 EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) je zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace.
- 2 EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) je zisk před zaplacením úroků a před zdaněním.

kteře nejsou v prostředí České republiky tak často oceňovány či prodávány. Příspěvek navazuje na článek Jeřábka a Čiháka (2008) a jeho cílem je empiricky ověřit tvrzení, že za větší podniky jsou kupující ochotni zaplatit relativně vyšší částky než v případě investic do menších podniků, tedy že menší podniky jsou předmětem transakcí s nižšími realizovanými násobky zisku či tržeb.

Příkladem z nedávné minulosti může být nákup realizovaný skupinou Asahi, která za pivovary Prazdroj, slovenský Topvar, maďarský Dreher, rumunský Ursus a polskou společnost Kompanija Piwowska zaplatila patnáctinásobek zisku EBITDA (Poljakov, Šenk, 2016).

Metoda tržních násobků oceňuje společnost na základě násobků vybraných finančních ukazatelů (tržby, EBIT, EBITDA), se kterými jsou porovnatelné společnosti obchodovány. Metoda je použitelná pouze v případě, že porovnávané společnosti mají obchodní charakteristiky jako oceňovaná společnost (očekávaný růst, budoucí investice apod.). Do použitého násobku jsou promítnuty trendy v odvětvích.

Vztahy budou zkoumány na evropských datech, a to nikoliv z dat veřejně obchodovatelných společností, nýbrž z transakcí se společnostmi, které nejsou kótovány na burze. Cílem článku není stanovit přímo konkrétní výši rizikové přírážky za velikost podniku, ale prokázat, že s velikostí podniku násobek roste, tedy potvrdit tzv. size effect.

Znalost závislosti transakčních násobitelů na velikosti podniku je podstatná při oceňování a rozhodování o akvizicích či divesticích. Stežejním bodem odhadu hodnoty je vždy prostorové srovnání. V praxi ovšem nejsou vždy dostupné informace o podnicích se známou cenou, které by byly ve všech ohledech srovnatelné – liší se například velikostí. Za této situace je nezbytné počítat s tím, že větší společnosti mají nejenom absolutně, ale i relativně vyšší hodnotu (mají vyšší transakční násobek či nižší diskontní míru) než společnosti menší, a tuto skutečnost při srovnávání zohlednit.

Článek je organizován následovně. Po úvodní kapitole je zpracována rešerše základní literatury vztahující se k tématu a je konkretizována výzkumná hypotéza. V další kapitole je popsána metoda sběru dat. Následují výsledky šetření a jejich interpretace. Závěrečná kapitola shrnuje klíčové poznatky a uvádí hlavní omezení výzkumu.

1. Přehled literatury

Prvním autorem, který se zmínil o size effectu, byl Rolf W. Banz (1981), který ve svém článku studoval vliv mezi velikostí společnosti a jejího výnosu. V rámci své analýzy vycházel z poměrně dlouhého období let 1936–1977. Příčinu size effectu autor článku vidí také v omezeném množství informací, které mají k dispozici investoři do menších podniků. V souvislosti s tím požadují vyšší kompenzaci ve formě vyšších výnosů (podobně např. Baetge, Kirsch, Koelen, Schulz, 2010).

Pratt (2005, str. 252 a dále) ve své knize zmiňuje, že větší společnosti mají tendenci být prodány za větší částky v porovnání s menšími podniky vyvíjející svou činnost ve stejném odvětví. Tento závěr vyplývá z analýzy tržních dat. Dále například Hitchner (2011, str. 233 a dále) uvádí, že velikost podniku je veličina, která ovlivňuje výši násobku. Na základě veřejných dat sahajících až k roku 1926 Hitchner poukazuje na to, že menší

společnosti jsou většinou rizikovější pro investory a ti následně požadují vyšší výnosnost. Pratt i Hitchner dále odkazují na článek Petersena (1995, str. 121 a dále), který analyzoval násobky transakcí z databáze Mergerstat a taktéž potvrdil, že s rostoucí velikostí podniku roste i ochota investorů platit vyšší částky. Liu (2006) nahlíží na vyšší výnosnost menších podniků z pohledu likvidity, kdy tvrdí, že právě nižší likvidita typická pro tyto podniky je příčinou vyšších požadovaných výnosů.

Na druhou stranu je nutné zmínit, že existují i odpůrci tohoto vysvětlení. Jmenujme např. článek Horowitz, Loughrana a Savina (2000) či van Dijka (2011), podle kterého empirické studie vyvracejí size effect s tvrzením, že je zhruba od 80. let 20. století víceméně neprokazatelný. Nicméně autor článku připouští, že tyto závěry jsou předčasné a bylo by vhodné tuto oblast dále zkoumat. Wang (2000) tvrdí, že size effect je z velké části falešný statistický závěr, který je důsledkem převládající předpojatosti. Grabowski a Harrington *et al.* (např. 2015, kap. 4, str. 17) se snaží vysvětlit, proč v omezeném období size effect není. Uvádí, že během 80. a 90. let vstoupilo na kapitálové trhy v USA velké množství menších společností, které následně vykazovaly nižší výnosy, než se očekávalo. Neplatilo zde tedy, že menší společnost vykazuje vyšší výnosnost.

Dalším důležitým faktorem správného odvození a klasifikace násobků do jednotlivých skupin je vhodné vymezení velikosti výběrového vzorku. V odborné literatuře nalezneme širokou škálu velikostí, počínaje vzorkem čítající zhruba 2 až 3 podniky (Pratt, 2008, str. 274), přes 5 až 8 firem (Mařík, 2007, str. 306, nebo Bernström, 2014, str. 26) až po velmi velké (např. Hitchner, 2011, str. 279). První dva zmíněné vzorky jsou vhodné pro ocenění konkrétního podniku založeného na metodě tržního porovnání, avšak pro účely našeho článku je takový rozsah nedostatečný a málo vypovídající. Ideální velikost sledovaného vzorku pro naše účely splňuje poslední uvedená varianta, tedy velmi rozsáhlé vzorky dat. S rostoucí velikostí základního souboru dat se redukuje vliv jednotlivých společností (Hitchner, 2011, str. 279) a současně dochází k potlačení případných statistických odchylek (např. Abrams, 2010, str. 430). V každé skupině dat se totiž může nacházet společnost, která vykazuje neobvyklé parametry.

S ohledem na výše uvedený přehled literatury precizujeme výzkumnou hypotézu následovně: transakční násobky v podobě Enterprise Value/Tržby, Enterprise Value/EBITDA a Enterprise Value/EBIT rostou s velikostí podniku měřenou Enterprise Value.

2. Data

2.1 Popis sběru dat

Empirickými výpočty ve vazbě na problematiku size effectu se zabývají mj. Ibbotson (např. 2014, str. 109), případně Grabowski, Harrington *et al.* (např. 2015, kap. 7, str. 10) ve svých ročenkách, kde kalkulují rizikové přírázky za velikost podniku. Dlužno podotknout, že oba autoři vycházejí z amerického kapitálového trhu. Pro potřeby tohoto článku byla za výchozí základnu pro sběr dat zvolena databáze Mergermarket s územním rozsahem na všechny členské státy Evropské unie (EU). Referenčním obdobím bylo rozmezí

let 2005–2015 z důvodu, že se jedná o poměrně dlouhé období deseti let, které obsahuje nejenom fázi konjunktury, ale taktéž recesi. Jinými slovy, jsou zde zahrnuta jak dobrá léta, ale taktéž roky s horšími ekonomickými výsledky, čímž bude dosaženo eliminace extrémů vrcholů jednotlivých fází ekonomického cyklu.

Postup sběru dat byl následující:

- 1) V prvním kroku byla stažena data z databáze Mergermarket jednotlivých států EU za období let 2005–2015 dle data zveřejnění transakce. Nebyl použit žádný filtr omezující konkrétní odvětví či velikost společnosti. Stěžejním kritériem byla kolonka „Target Dominant Country“, což nám zajistilo, že daná transakce se týká podniku sídlícího v daném státu.
- 2) V druhém kroku došlo k vyfiltrování pouze těch transakcí, u kterých je známá tzv. Enterprise value. Mergermarket ji počítá jako součet hodnoty vlastního kapitálu a hodnoty dluhu společnosti. Hodnota dluhu není připočtena u bank, pojišťovacích a finančních společností. Zmíněné hodnoty získává Mergermarket z tiskových zpráv jednotlivých společností, případně z burzovních oznámení.
- 3) Následujícím krokem bylo zjištění počtu transakcí, které mají známou hodnotu vybraných sledovaných násobků, tj. Enterprise Value/Tržby, Enterprise Value/EBITDA a Enterprise Value/EBIT.
- 4) Dále byly jednotlivé dílčí soubory dat seřazeny podle velikosti Enterprise value od nejmenší hodnoty po největší hodnotu.
- 5) Nakonec byl proveden výpočet decilů včetně mediánu celého výběrového vzorku pro lepší přehlednost a pro následnou analýzu dat.

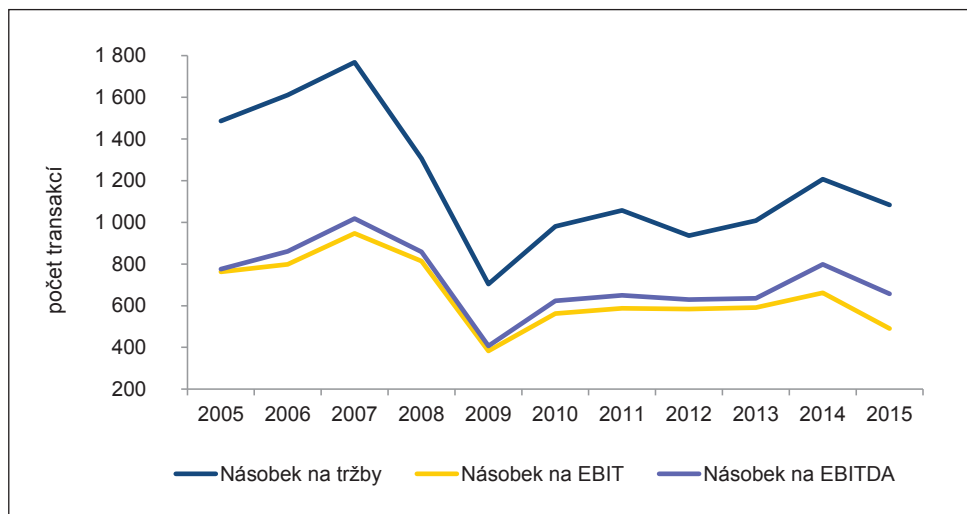
Výsledkem této selekce bylo 24 466 transakcí se známou Enterprise Value, 13 148 transakcí s násobkem tržeb, 7 913 transakcí s EBITDA násobkem a 7 183 transakcí s násobkem EBIT. Takto rozsáhlou databázi transakcí vnímáme jako poměrně dobrý základ pro účel tohoto článku.

2.2 Popisná statistika souboru dat

Jak vyplynulo z předchozí kapitoly, základem sběru dat byly členské státy EU28. V této kapitole se zaměříme na detailnější pohled na získaná data, a sice na počet transakcí dle jednotlivých let, jednotlivých členských států a dle odvětví.

Díky poměrně dlouhému sledovanému období se nabízí možnost podívat se na četnost transakcí v jednotlivých letech. Jelikož sledované období začíná v roce 2005 a končí rokem 2015, projevuje se v počtu transakcí období hospodářské krize v letech 2008 až 2009. Důsledkem je mimo jiné i propad počtu transakcí během tohoto období. Dále pro lepší názornost je přiložen graf 1, na němž je možné sledovat, že počet transakcí se dosud nevrátil na stav v předkrizovém období. V grafu 1 jsou uvedeny tři linky zobrazující vývoj počtu transakcí na datech, kde známe různé typy násobku.

Graf 1 | Vývoj počtu transakcí v letech 2005–2015



Zdroj: Mergermarket.com

Podle počtu transakcí v jednotlivých státech v první pěťici dominují ve všech sledovaných násobcích stejné státy, a sice Velká Británie, Francie, Německo, Itálie a Španělsko. Na prvním místě jednoznačně dominuje Velká Británie, která je po USA vnímána jako země s nejspolehlivějším kapitálovým trhem. Zajímavé je, že státy jižní Evropy – Itálie a Španělsko – evidují také poměrně velké množství transakcí. Jednotlivé počty transakcí jsou uvedeny v tabulce 1, doplněné se zvýrazněním údajů za Českou republiku, kde je k dispozici pouze malý počet transakcí (ve srovnání se západní Evropou) se zveřejněnou cenou a transakčním násobitelem. Cílem je tedy zkoumat data z Evropské unie, kdy samostatně ještě komentujeme data z České republiky.

Ve sledovaném vzorku dat byla zastoupena všechna hlavní odvětví počínaje automobilovým průmyslem a zemědělstvím konče. Nejčastěji probíhají transakce v odvětví spotřebitelského zboží, které představuje podíl přibližně 14 % u všech sledovaných ukazatelů. Tento sektor byl následován s přibližně 10% podílem sektorem služeb a sektorem průmyslových výrobků a služeb. V České republice převládá taktéž odvětví spotřebitelského zboží, dále následuje stavitelství, sektor průmyslových výrobků a sektor energetiky. Důležité podotknout, že v případě České republiky máme k dispozici poměrně úzký soubor dat a výše uvedené informace tak mohou být zkreslené z důvodu malého počtu transakcí. Detailní údaje o objemu transakcí dle odvětví jsou v příloze jako tabulka 1.

Tabulka 1 | Objem transakcí dle jednotlivých zemí za období let 2005–2015

	Transakce se známým násobkem na tržby	Transakce se známým násobkem na EBITDA	Transakce se známým násobkem na EBIT
Belgie	246	102	91
Bulharsko	31	16	6
Česká republika	114	45	42
Dánsko	336	227	197
Estonsko	24	10	6
Finsko	242	104	112
Francie	1 426	572	560
Nizozemsko	544	300	263
Chorvatsko	38	21	17
Irsko	250	149	145
Itálie	1 233	848	607
Kypr	10	5	6
Litva	35	21	14
Lotyšsko	17	3	3
Lucembursko	35	17	16
Maďarsko	53	23	13
Německo	1 234	694	590
Norsko	22	15	10
Polsko	377	176	200
Portugalsko	110	68	52
Rakousko	144	64	53
Rumunsko	87	12	14
Řecko	148	120	102
Slovensko	25	6	8
Slovinsko	35	16	15
Španělsko	843	531	395
Švédsko	691	372	355
Velká Británie	4 798	3 376	3 291
EU28	13 148	7 913	7 183

Zdroj: Mergermarket.com

Analýza násobků dle zemí

Následující soubor tabulek prezentuje minima, maxima, mediány, průměry a směrodatné odchylky zkoumaného vzorku dat. Nejprve jsme soubor dat rozdělili dle jednotlivých zemí Evropské unie a vyhodnotili výše uvedené parametry u transakcí se známým násobkem na tržby, EBITDA a EBIT. Data ve sledovaném vzorku nejsou očištěna o extrémní hodnoty pro zachování jejich autenticity.

Tabulka 2 | Transakce se známým násobkem na tržby dle země

	Počet transakcí	Min.	Medián	Max.	Průměr	Směrodatná odchylka
Belgie	246	0,00	1,08	87,31	2,36	6,65
Bulharsko	31	0,09	1,61	22,99	2,38	3,94
Česká republika	114	0,03	0,92	58,10	2,38	6,15
Dánsko	336	0,04	1,27	1 333,33	7,69	73,52
Estonsko	24	0,15	1,14	9,47	1,70	2,05
Finsko	242	0,06	1,00	28,36	1,75	3,04
Francie	1 426	0,01	1,04	17 070,00	15,16	452,78
Nizozemsko	544	0,03	1,02	777,08	4,21	35,20
Chorvatsko	38	0,28	1,27	4,91	1,47	0,94
Irsko	250	0,02	1,37	1 545,82	14,04	108,67
Itálie	1 233	0,01	1,10	2 000,00	5,61	61,01
Kypr	10	0,72	2,68	43,65	6,65	12,46
Litva	35	0,15	0,88	4,12	1,42	1,16
Lotyšsko	17	0,14	0,88	14,47	1,98	3,24
Lucembursko	35	0,18	1,93	371,43	13,12	61,50
Maďarsko	53	0,15	1,00	18,41	1,83	2,88
Německo	1 234	0,02	0,96	20 084,57	21,65	584,98
Norsko	22	0,11	1,14	214,76	11,88	44,35
Polsko	377	0,06	1,04	78 000,00	261,09	4 069,67
Portugalsko	110	0,14	1,68	23,68	2,36	2,79
Rakousko	144	0,01	0,89	99,05	3,18	10,24
Rumunsko	87	0,13	1,24	14,61	2,08	2,43
Řecko	148	0,03	1,54	403,98	7,37	35,59
Slovensko	25	0,18	0,84	3,70	1,25	1,06
Slovinsko	36	0,16	0,78	11,57	1,67	2,36
Španělsko	843	0,03	1,36	3 430,45	8,09	118,96
Švédsko	691	0,02	1,06	5 827,20	12,65	223,26
Velká Británie	4 798	0,00	1,34	1 774,94	6,08	50,35
EU28	13 148	0,00	1,18	78 000,00	16,07	732,32

Zdroj: Mergermarket.com

Tabulka 3 | Transakce se známým násobkem na EBITDA dle země

	Počet transakcí	Min.	Medián	Max.	Průměr	Odchylka
Belgie	102	0,10	9,23	112,94	12,05	12,35
Bulharsko	16	4,35	6,93	25,70	8,95	5,33
Česká republika	45	2,18	7,46	28,60	9,74	6,08
Dánsko	227	1,07	9,90	228,77	14,94	22,08
Estonsko	10	4,32	7,91	27,86	10,52	6,81
Finsko	104	1,42	9,42	86,25	12,67	12,47
Francie	572	0,30	9,54	413,28	16,15	26,46
Nizozemsko	300	0,01	8,22	1 080,83	16,18	63,80
Chorvatsko	21	0,32	9,78	18,30	9,64	4,35
Irsko	149	0,10	10,45	138,17	16,07	19,81
Itálie	848	0,03	9,00	1 847,83	23,13	91,17
Kypr	5	7,20	8,38	8,68	8,18	0,52
Litva	21	3,29	6,31	15,90	7,85	3,68
Lotyšsko	3	3,42	7,00	9,30	6,57	2,42
Lucembursko	17	2,51	8,75	34,21	11,89	7,85
Maďarsko	23	2,90	7,52	147,79	17,43	29,33
Německo	694	0,24	9,45	3 892,64	23,52	161,81
Norsko	15	1,83	9,81	2 437,50	174,02	604,98
Polsko	176	1,04	8,78	1 215,68	25,31	102,14
Portugalsko	68	0,95	8,89	31,03	9,93	5,26
Rakousko	64	0,25	8,34	48,55	11,59	9,72
Rumunsko	12	2,52	8,01	19,61	8,46	4,10
Řecko	120	1,23	9,96	5 591,00	94,60	561,32
Slovensko	6	5,04	5,83	6,60	5,75	0,56
Slovinsko	16	2,32	8,86	78,26	13,60	17,32
Španělsko	531	0,09	10,12	1 472,49	20,57	75,44
Švédsko	372	0,88	11,04	4 607,84	29,82	239,54
Velká Británie	3 376	0,00	10,56	6 111,11	30,51	196,02
EU28	7 913	0,00	9,81	6 111,11	25,94	169,57

Zdroj: Mergermarket.com

Tabulka 4 | Transakce se známým násobkem na EBIT dle země

	Počet transakcí	Min.	Medián	Max.	Průměr	Odchylka
Belgie	91	0,17	14,69	106 383,67	1 195,65	11 087,95
Bulharsko	6	4,87	22,75	48,47	22,38	13,79
Česká republika	42	1,98	12,71	111,57	19,02	19,66
Dánsko	197	1,22	13,97	469,54	24,15	44,91
Estonsko	6	5,90	10,85	89,93	25,98	29,85
Finsko	112	2,43	13,76	1 055,47	41,72	139,62
Francie	560	0,64	13,28	868,11	26,08	62,02
Nizozemsko	263	0,00	12,11	1 134,78	27,03	77,19
Chorvatsko	17	3,85	17,27	75,86	23,11	19,40
Irsko	145	0,13	13,80	280,73	22,37	30,16
Itálie	607	0,04	14,77	4 319,59	51,42	226,73
Kypr	6	0,01	11,54	34,09	15,98	11,92
Litva	14	6,08	15,70	78,36	24,89	21,59
Lotyšsko	3	10,47	17,19	316,67	114,78	142,78
Lucembursko	16	3,07	12,60	437,98	41,13	102,85
Maďarsko	13	7,00	10,87	185,76	30,95	46,83
Německo	590	0,37	13,73	8 221,55	52,84	417,24
Norsko	10	8,61	17,01	48,06	20,81	12,39
Polsko	200	1,06	15,55	6 752,22	60,15	475,81
Portugalsko	52	2,79	15,38	35,30	16,18	5,64
Rakousko	53	0,26	14,63	124,17	20,23	21,40
Rumunsko	14	0,57	7,78	263,26	26,72	65,74
Řecko	102	2,09	15,85	4 300,77	115,58	552,87
Slovensko	8	2,13	8,36	25,17	9,30	6,53
Slovinsko	15	5,63	15,92	38,04	17,33	9,50
Španělsko	395	0,15	15,76	8 064,52	54,48	425,10
Švédsko	355	1,83	15,15	6 714,29	48,12	358,21
Velká Británie	3 291	0,02	14,00	28 571,43	51,54	543,69
EU28	7 183	0,00	14,14	106 383,67	61,78	1 325,21

Zdroj: Mergermarket.com

Ze zkoumaného vzorku 13 148 transakcí se známým násobkem tržeb je patrný rozdíl mezi mediánem, který nabývá hodnoty 1,18, a průměrem s 16,07. Příčinou rozdílu je velké rozpětí hodnot násobku – od 0,00 po 78 000,00 a extrémní hodnoty násobku na tržby. Směrodatná odchylka pak dosáhla hodnoty 732,32. Největší počet transakcí se známým násobkem na tržby byl realizován ve sledovaném období ve Velké Británii (4 798), Francii (1 426) a Německu (1 234) s mediánem násobku ve výši 1,34, 1,04, resp. 0,96.

V České republice bylo za sledované období zveřejněno 141 transakcí se známým násobkem na tržby. Rozpětí se pohybovalo od 0,03 po 58,10 se směrodatnou odchylkou ve výši 6,15. Medián dosáhl hodnoty 0,92 a průměr 2,38.

Transakcí se známým násobkem na EBITDA je podstatně méně než v případě tržeb. Celkem jsme nashromáždili 7 913 transakcí. Hodnotové rozpětí výběrového vzorku dat se snížilo od 0,00 po 6 111,11. Taktéž směrodatná odchylka snížila svou hodnotu na 169,57. Rozdíl mezi hodnotou mediánu (9,81) a průměru (25,94) je stále poměrně výrazný. Největší počet transakcí se známým násobkem na EBITDA bylo realizováno ve sledovaném období ve Velké Británii (3 376), Itálii (848) a Francii (572) s mediánem násobku ve výši 10,56, 9,00, resp. 9,54.

V České republice bylo za sledované období zveřejněno 45 transakcí se známým násobkem na EBITDA. Rozpětí se pohybovalo od 2,18 po 28,60 se směrodatnou odchylkou ve výši 6,08. Medián dosáhl hodnoty 7,46 a průměr 9,74.

Nejmenší počet transakcí jsme získali u ukazatele násobku na EBIT, a sice 7 183 transakcí. Rozpětí výběrového vzorku dosáhlo nejširšího rozpětí v rámci všech tří sledovaných známých násobků – od 0,00 po 106 383,67. Medián dosáhl hodnoty 14,14 a průměr 61,78. Je zde evidentní, že je větší množství extrémně vysokých násobků na EBIT. Směrodatná odchylka potom nabyla hodnoty 1 325,21. Největší počet transakcí se známým násobkem na EBIT bylo ve sledovaném období realizováno ve Velké Británii (3 291), Itálii (607) a Německu (590) s mediánem násobku na EBIT 14,00, 14,77, resp. 13,73.

V České republice bylo za sledované období zveřejněno 42 transakcí se známým násobkem na EBIT. Rozpětí se pohybovalo od 1,92 po 111,57 se směrodatnou odchylkou ve výši 19,66. Medián dosáhl hodnoty 12,71 a průměr 19,02.

Analyza násobků dle oborů

Tabulky s rozdělením zkoumaného souboru dat podle jednotlivých odvětví jsou uvedeny v příloze pod čísly 2 až 4. Podle oborů byl největší počet transakcí se známým násobkem na tržby v oblasti spotřebitelského průmyslu (1 933 transakcí), což odpovídá 14,70% podílu na celkových transakcích, dále je následován sektorem služeb (1 465 transakcí) s podílem 11,14 %. Na třetím místě jsou průmyslové výrobky a služby (1 372 transakcí) s 10,44% podílem.

Největší počet transakcí se známým násobkem na EBITDA bylo realizováno ve sledovaných letech v EU v oblasti finančních služeb (5 988, podíl 75,67 %), spotřebitelského průmyslu (1 094, podíl 13,83 %) a služeb (930, podíl 11,75 %).

Největší počet transakcí se známým násobkem na EBIT bylo realizováno v EU ve sledovaném období v sektoru spotřebitelského průmyslu s počtem 1 003 transakcí a podílem 13,96 %, sektoru služeb s 899 transakcemi a podílem 12,52% a sektoru průmyslových výrobků a služeb se 725 transakcemi a podílem ve výši 10,09%.

3. Výsledky a diskuse

Následující část je věnována detailní analýze získaných dat pomocí třech výše zmíněných násobků. Ve všech sledovaných ukazatelích byla do čitatele dosazena Enterprise Value, která je obvykle definovaná jako hodnota celkového investovaného majetku (např. Pratt, 2008, str. 37), resp. tržní kapitalizace plus čistý dluh (krátkodobé i dlouhodobé úročené závazky – hotovost a její ekvivalenty). Výhodou této veličiny je skutečnost, že se jedná o hodnotu pro vlastníky i věřitele. V rámci analýzy prvního násobku – Enterprise Value/Tržby – jsme vycházeli z 13 148 transakcí napříč Evropou. Pro lepší analýzu jsme získanou základnu dat rozdělili na decily a zjistili prostřední hodnoty jednotlivých decilů. Použití decilů je dle našeho názoru nejvhodnějším členěním a je běžně používáno ve značkové praxi (srov. např. Ibbotson, 2014).

Tabulka 5 | Enterprise Value/Tržby

Počet transakcí		13 148
	Enterprise Value (mil EUR)	Násobek
1. decil	6,05	0,70
2. decil	10,05	0,84
3. decil	15,60	0,96
4. decil	23,65	0,99
5. decil	36,00	1,05
6. decil	58,41	1,21
7. decil	99,57	1,37
8. decil	191,17	1,52
9. decil	483,32	1,77
10. decil	2 347,98	2,17
Medián	45,42	1,18

Zdroj: Mergermarket.com, vlastní dopočet

Ukazatel Enterprise Value/Tržby je vhodný zejména díky tomu, že výše tržeb je relativně málo manipulovatelným ukazatelem vycházejícím ze součinu objemu prodaného zboží, výrobků nebo služeb a ceny za tyto položky. Výše tržeb může být ovlivněna (a) odlišnými účetními metodami a (b) chybovostí. Tento ukazatel se také doporučuje použít u podniků, které jsou nově založené (např. Pratt, 2008, str. 295).

Z tabulky 5 je zřetelně vidět, že s rostoucí velikostí podniku (v našem případě měřeno pomocí Enterprise Value) se zvyšuje i hodnota násobku. Tento výsledek jasně potvrzuje, že s rostoucí velikostí podniku se skutečně zvyšuje ochota investorů platit relativně vyšší

částky (např. Pratt, 2005, str. 252 a dále). Rozdíl mezi 1. decilem a 10. decilem je téměř dvojnásobný. Medián Enterprise Value celého vzorku je cca 45,4 mil. EUR (tj. cca 1,2 mld. Kč), čemuž odpovídá násobek na tržby ve výši cca 1,2x. Je třeba si uvědomit, že tento násobek je odvozen od vzorku transakcí z celé EU. Konkrétně medián Enterprise Value na základě českého vzorku dat je téměř 29,8 mil. EUR (tj. cca 0,8 mld. Kč) s odpovídajícím násobkem na tržby ve výši 0,9x. V případě ČR lze tedy očekávat nižší násobky – řádově o cca 10–30 %.

Pro kontrolu analýzy závislosti pořadí znaků jsme vypočítali Spearmanův korelační koeficient pořadí (r_{Sp}). Jeho podstatou je rychlá představa o intenzitě vazby mezi dvěma pořadovými kvantitativními znaky (např. Hindls, 2004, str. 208). Výpočet tohoto koeficientu je dán vztahem:

$$r_{Sp} = 1 - \frac{6 * \sum D_i^2}{n * (n^2 - 1)} \quad <-1, 1>$$

kde D_i = rozdíl mezi pořadím hodnot x_i a y_i příslušných korelačních dvojic, n = počet korelačních dvojic.

Spearmanův korelační koeficient pořadových čísel nabývá hodnot od -1 po $+1$. Následně vypočítaný koeficient musíme porovnat s kritickou hodnotou, která je závislá na počtu n vzorku a hladině významnosti α . Obecně platí, že:

Je-li $|r_{Sp}| > r_{Sp(\alpha, n)}$, potom koeficient pořadové korelace je významný na zvolené hladině α .
 Je-li $|r_{Sp}| < r_{Sp(\alpha, n)}$, potom koeficient pořadové korelace je nevýznamný na zvolené hladině významnosti α .

Pomocí tohoto koeficientu ověříme vzájemnou závislost mezi velikostí společnosti (měřené Enterprise value) a hodnotou násobku na tržby. Početní postup je uveden v tabulce 6.

Vzhledem k tomu, že Spearmanův korelační koeficient je v absolutní hodnotě vyšší než kritická hodnota (pro $n = 10$, $\alpha = 5\%$ činí kritická hodnota 0,564), můžeme konstatovat, že koeficient je statisticky významný. Znamená to, že vzájemná korelace mezi velikostí společnosti (měřeno pomocí Enterprise value) a hodnotou násobku na tržby byla prokázána na 5% hladině významnosti.

Druhým sledovaným ukazatelem byl násobek Enterprise Value / EBITDA, který je vhodný k mezinárodnímu srovnání násobků jednotlivých společností. Důvodem je skutečnost, že ukazatel EBITDA vylučuje daňové a úrokové zatížení a také není ovlivněn odpisovou politikou podniku.

Při vyhodnocování výsledků analýzy, do níž vstupovalo 7 913 transakcí, již nebyly získány jednoznačné výsledky jako v případě předchozího násobku, neboť u několika decilů došlo k mírnému poklesu hodnoty násobitele oproti hodnotě násobitele v předchozím decilu. Nicméně i přes tyto výsledky je zde vidět pozitivní závislost mezi velikostí podniku a výší zvoleného násobku. Medián Enterprise Value celého vzorku je cca 64,5 mil. EUR (tj. cca 1,7 mld. Kč), čemuž odpovídá násobek na EBITDA ve výši cca 9,8x. Je třeba si uvědomit, že tento násobek je odvozen od vzorku transakcí z celé EU. Konkrétně medián Enterprise Value na základě českého vzorku dat je téměř 48,2 mil. EUR (tj. cca 1,3 mld. Kč) s odpovídajícím násobkem na EBITDA ve výši téměř 7,5x. Je tedy zřejmé, že v případě ČR lze očekávat nižší násobky – řádově o cca 10–30 %.

Tabulka 6 | Spearmanův koeficient korelace

	Enterprise value (mil. EUR)	Násobek	Pořadí podle velikosti	Pořadí podle násobku
1. decil	6,02	0,70	10,00	10,00
2. decil	10,00	0,82	9,00	9,00
3. decil	15,45	0,95	8,00	8,00
4. decil	23,50	0,95	7,00	7,00
5. decil	35,89	1,02	6,00	6,00
6. decil	57,98	1,20	5,00	5,00
7. decil	98,10	1,33	4,00	4,00
8. decil	188,84	1,48	3,00	3,00
9. decil	476,47	1,73	2,00	2,00
10. decil	2 320,62	2,11	1,00	1,00
Spearmanův koeficient korelace pořadí			1,000	

Zdroj: Mergermarket.com, vlastní dopočet

Tabulka 7 | Enterprise value / EBITDA

Počet transakcí	7 913	
	Enterprise value (mil. EUR)	Násobek
1. decil	7,00	6,77
2. decil	12,74	8,23
3. decil	20,11	8,24
4. decil	31,81	9,57
5. decil	50,22	9,52
6. decil	82,50	10,57
7. decil	152,99	10,36
8. decil	325,00	11,19
9. decil	847,39	11,00
10. decil	3 889,70	10,93
Medián	64,47	9,81

Zdroj: Mergermarket.com, vlastní dopočet

Následuje ověření závislosti pomocí Spearmanova korelačního koeficientu pořadí. Početní postup je uveden v tabulce 8.

Tabulka 8 | Spearmanův koeficient korelace

	Enterprise value (mil. EUR)	Násobek	Pořadí podle velikosti	Pořadí podle násobku
1. decil	6,65	7,90	10,00	10,00
2. decil	11,88	8,48	9,00	9,00
3. decil	17,75	9,12	8,00	8,00
4. decil	28,42	10,37	7,00	6,00
5. decil	43,71	11,42	6,00	7,00
6. decil	70,85	12,17	5,00	4,00
7. decil	131,50	12,65	4,00	5,00
8. decil	289,67	13,65	3,00	1,00
9. decil	797,08	13,72	2,00	2,00
10. decil	4 379,45	14,90	1,00	3,00
Spearmanův koeficient korelace pořadí				0,927

Zdroj: Mergermarket.com, vlastní dopočet

Spearmanův koeficient korelace pořadí nevychází 1,000 jako v předchozím případě, ale dochází k odlišnému pořadí násobků oproti pořadí velikosti společnosti. Rozdíl se objevuje ve 4. a 5. decilu a následně 1. a 3. decilu. I v tomto případě ovšem dosahuje Spearmanův korelační koeficient v absolutní hodnotě vyšší hodnoty než kritická hodnota ve výši 0,564 (pro $n = 10$, $\alpha = 5\%$). Můžeme potvrdit, že koeficient je statisticky významný a je prokázána vzájemná korelace mezi velikostí společnosti (měřeno pomocí Enterprise value) a hodnotou násobku na EBITDA na 5% hladině významnosti.

Variantou k předchozímu násobiteli je ukazatel Enterprise Value / EBIT. Průměrným datábase Mergermarket jsme získali 7 183 transakcí. Rozdíl oproti předchozímu ukazateli se nachází ve jmenovateli, a sice EBIT, který zohledňuje vliv odpisů společnosti.

Z tabulky 9 je zřejmé, že i v tomto případě je možné potvrdit skutečnost, že vyšší násobek je spojen s větší velikostí podniku. Na rozdíl od předchozího násobitele je zde zřetelný růst násobku s rostoucí velikostí podniku ve všech decilech. Rozdíl mezi 1. a 10. decilem je téměř osm násobků. Medián Enterprise Value celého vzorku je cca 62 mil. EUR (tj. cca 1,7 mld. Kč), čemuž odpovídá násobek na EBIT ve výši cca 14,1x. Je třeba si uvědomit, že tento násobek je odvozen od vzorku transakcí z celé EU. V rámci českých dat medián Enterprise Value dosahuje 87,6 mil. EUR (tj. cca 2,4 mld. Kč), což je více než v případě evropského výsledku. Příčinou je poměrně malá základna dat čítající pouze 42 transakcí. Co se týče násobku na EBIT, analýza potvrzuje trend předchozích násobků, a sice násobek na EBIT je ve výši 12,7x. V případě ČR tak lze očekávat nižší násobky – řádově o cca 10–30%.

Tabulka 9 | Enterprise value / EBIT

Počet transakcí		7 183
	Enterprise value (mil. EUR)	Násobek
1. decil	6,89	9,36
2. decil	12,44	10,03
3. decil	19,45	11,37
4. decil	30,64	12,35
5. decil	48,70	13,49
6. decil	78,87	15,19
7. decil	147,14	15,87
8. decil	314,61	16,79
9. decil	848,55	16,79
10. decil	4 000,00	17,08
Medián	61,84	14,14

Zdroj: Mergermarket.com, vlastní dopočet

Následuje ověření závislosti pomocí Spearmanova korelačního koeficientu pořadí. Početní postup je uveden v tabulce 10.

Tabulka 10 | Spearmanův koeficient korelace

	Enterprise value (mil. EUR)	Násobek	Pořadí podle velikosti	Pořadí podle násobku
1. decil	6,89	9,36	10,00	10,00
2. decil	12,44	10,03	9,00	9,00
3. decil	19,45	11,37	8,00	8,00
4. decil	30,64	12,35	7,00	7,00
5. decil	48,70	13,49	6,00	6,00
6. decil	78,87	15,19	5,00	5,00
7. decil	147,14	15,87	4,00	4,00
8. decil	314,61	16,79	3,00	2,00
9. decil	848,55	16,79	2,00	3,00
10. decil	4 000,00	17,08	1,00	1,00
Spearmanův koeficient korelace pořadí				0,988

Zdroj: Mergermarket.com, vlastní dopočet

Spearmanův koeficient korelace pořadí nevychází 1,000 jako v prvním případě, ale obdobně jako v druhém výpočtu dochází k odlišnému pořadí násobků oproti pořadí velikosti společnosti. Rozdíl se objevuje v 8. a 9. decilu.

I v posledním případě dosahuje Spearmanův korelační koeficient v absolutní hodnotě vyšší hodnoty než kritická hodnota ve výši 0,564 (pro $n = 10$, $\alpha = 5\%$). Můžeme potvrdit, že koeficient je statisticky významný a je prokázána vzájemná korelace mezi velikostí společnosti (měřeno pomocí Enterprise value) a hodnotou násobku na EBIT na 5% hladině významnosti.

Závěr

Cílem tohoto článku bylo potvrzení výchozí myšlenky, a sice že s rostoucí velikostí podniku (v našem případě měřeno prostřednictvím Enterprise Value) roste hodnota transakčního násobitele. Jinými slovy řečeno, že investor je ochoten zaplatit relativně vyšší částky za větší společnost oproti investicím do menších podniků.

Tato hypotéza byla nejprve zkoumána pomocí literární rešerše, při níž bylo zjištěno, že mezi odbornou veřejností převládá názor potvrzující vyšší transakční násobek u větších podniků ve srovnání s menšími podniky. Pro úplnost jsme uvedli nejen pozitivně nakloněné zástupce této myšlenky, ale taktéž její odpůrce. Následně tento výsledek byl podpořen vlastní analýzou tří násobků, kdy v čitateli ve všech případech figurovala Enterprise Value a do jmenovatele jsme postupně dosadili tržby, EBITDA a EBIT.

Referenčním obdobím této analýzy bylo zvoleno období let 2005–2015 především z důvodu, že se jedná o poměrně dlouhé období, které obsahuje nejenom fázi konjunktury, ale taktéž recesi. V analýze byla tedy zahrnuta jak dobrá léta, ale taktéž roky s horšími ekonomickými výsledky, čímž bylo dosaženo eliminace extrémů vrcholů jednotlivých fází ekonomického cyklu. Data byla shromážděna za země Evropské unie (EU28) včetně České republiky, které jsme věnovali zvláštní pozornost, a to napříč jednotlivými sektory ekonomiky.

Můžeme konstatovat, že na základě výsledků naší analýzy se nám podařilo potvrdit výchozí myšlenku, že investoři jsou ochotni zaplatit relativně vyšší částky za větší podniky než v případě investic do menších společností. Na zkoumaném vzorku dat byl tento závěr potvrzen tím, že s růstem velikosti podniku prokazatelně rostl transakční násobitel (s výjimkou několika mírných kolísání u ukazatele Enterprise Value / EBITDA).

Při přímé aplikaci výše uvedených zjištění na podmínky ČR doporučujeme postupovat obezřetně. Zveřejněných dat o transakcích v ČR je poměrně málo. Přestože lze odůvodněně předpokládat, že logika závislosti transakčního násobitele na velikosti podniku bude platná i v podmínkách ČR, konkrétní výše násobitele bude nižší než v případě transakcí s podniky v zemích EU. Dle našich indikativních zjištění jsou násobitele v ČR nižší o řádově 10–30%.

Přílohy

Tabulka 1 | Objem transakcí dle jednotlivých sektorů za období 2005–2015

	Transakce se známým násobkem na tržby	Transakce se známým násobkem na EBITDA	Transakce se známým násobkem na EBIT
Automobilový průmysl	324	151	135
Biotechnologie	102	43	42
Doprava	483	297	268
Elektronika	187	92	87
Energie	526	386	344
Farmacie	288	163	144
Finanční služby	365	235	243
Hornictví	67	41	37
Chemikálie a materiály	387	223	200
Internet / ecommerce	346	207	170
IT služby	389	250	228
Média	636	397	346
Obrana	52	31	35
Ostatní	2	2	1
Počítačové polovodiče	79	26	24
Počítačový hardware	63	39	44
Počítačový software	782	472	408
Průmyslová automatizace	151	74	72
Průmyslové výrobky a služby	1 372	767	725
Reality	235	162	162
Služby	1 465	930	899
Spotřebitelský průmysl	1 933	1 094	1 003
Stavebnictví	604	333	312
Telekomunikace (zprostředkovatelé)	307	226	157
Telekomunikace (hardware)	128	67	58
Utility	153	126	116
Volný čas	637	451	370
Výroba	476	269	226
Zdravotnictví	535	317	287
Zemědělství	74	42	40
EU28	13 148	7 913	7 183

Zdroj: Mergermarket.com

Tabulka 2 | Transakce se známým násobkem na tržby dle odvětví

	Počet transakcí	Min.	Medián	Max.	Průměr	Odchylka
Automobilový průmysl	324	0,04	0,70	33,47	1,12	2,33
Biotechnologie	102	0,56	3,16	950,67	18,35	95,03
Doprava	483	0,00	1,12	777,08	5,82	40,04
Elektronika	187	0,05	0,86	143,84	2,44	11,43
Energie	526	0,02	2,13	78 000,00	211,38	3 507,27
Farmacie	288	0,03	2,16	1 333,33	13,21	84,61
Finanční služby	365	0,01	2,12	142,27	4,37	10,34
Hornictví	67	0,05	2,93	5 827,20	145,88	737,63
Chemikálie a materiály	387	0,01	0,89	175,51	2,11	10,38
Internet / e-commerce	346	0,05	2,21	3 430,45	16,04	185,75
IT služby	389	0,02	1,01	15,82	1,49	1,60
Média	636	0,11	1,58	4 409,97	10,15	175,16
Obrana	52	0,10	1,02	6,86	1,34	1,17
Ostatní	2	0,81	1,03	1,26	1,03	0,23
Počítačové polovodiče	79	0,08	1,35	111,84	4,91	14,49
Počítačový hardware	63	0,04	0,74	28,00	1,66	3,64
Počítačový software	782	0,09	1,85	646,33	5,61	33,74
Průmyslová automatizace	151	0,25	1,29	688,31	6,47	55,76
Průmyslové výrobky a služby	1 372	0,01	0,93	436,00	1,95	13,12
Reality	235	0,04	7,94	20 084,57	100,77	1 308,00
Služby	1 465	0,02	0,97	2 000,00	3,47	52,54
Spotřebitelský průmysl	1 933	0,01	0,87	1 562,50	3,34	44,42
Stavebnictví	604	0,01	0,81	159,44	1,97	9,59
Telekomunikace (zprostředkovatelé)	307	0,07	2,00	8 281,14	31,01	471,85
Telekomunikace (hardware)	128	0,02	1,16	96,55	4,68	14,22
Utility	153	0,01	1,79	357,14	8,17	38,20
Volný čas	637	0,01	1,70	492,96	6,21	31,08
Výroba	476	0,00	0,82	1 774,94	4,91	81,28
Zdravotnictví	535	0,02	1,73	493,03	5,67	32,54
Zemědělství	74	0,03	0,96	113,00	4,38	14,69
Počet transakcí	13 148	0,00	1,18	78 000,00	16,07	732,32

Zdroj: Mergermarket.com

Tabulka 3 | Transakce se známým násobkem na EBITDA dle odvětví

	Počet transakcí	Min.	Medián	Max.	Průměr	Odchylka
Automobilový průmysl	151	0,74	7,86	4 918,03	54,74	403,95
Biotechnologie	43	5,00	11,93	67,33	16,99	12,77
Doprava	297	0,10	10,01	2 437,50	34,17	205,77
Elektronika	92	0,39	8,19	515,49	17,78	54,83
Energie	386	0,63	9,46	1 331,46	24,64	82,44
Farmacie	163	0,77	11,44	370,25	19,83	34,45
Finanční služby	5 988	1,23	10,66	5 988,00	53,09	400,00
Hornictví	41	2,22	11,32	118,16	19,84	26,61
Chemikálie a materiály	223	0,26	8,08	188,26	13,49	20,79
Internet / e-commerce	207	0,33	14,18	483,99	25,99	44,39
IT služby	250	0,02	9,45	156,67	14,27	16,59
Média	397	0,78	11,56	1 300,00	31,26	111,11
Obrana	31	1,58	8,00	109,59	15,31	24,63
Ostatní	2	7,82	34,87	61,92	34,87	27,05
Počítačové polovodiče	26	0,24	8,67	69,29	13,26	14,28
Počítačový hardware	39	1,05	7,62	269,92	23,15	57,58
Počítačový software	472	0,01	11,69	2 020,46	32,62	127,76
Průmyslová automatizace	74	2,29	9,55	427,50	20,18	49,84
Průmyslové výrobky a služby	767	0,00	8,83	1 847,83	16,86	76,02
Reality	162	0,03	17,97	5 591,00	85,62	531,29
Služby	930	0,31	9,87	4 607,84	27,58	179,61
Spotřebitelský průmysl	1 094	0,09	9,47	1 472,49	18,28	65,79
Stavebnictví	333	0,56	7,81	675,96	14,28	42,51
Telekomunikace (zprostředkovatelé)	226	0,88	8,53	1 215,68	18,45	82,56
Telekomunikace (hardware)	67	0,44	9,81	57,79	12,44	11,35
Utility	126	0,93	9,23	730,34	19,77	70,61
Volný čas	451	0,12	11,54	6 111,11	46,07	320,28
Výroba	269	1,93	7,44	584,66	11,54	36,55
Zdravotnictví	317	0,99	11,92	342,26	19,49	29,21
Zemědělství	42	0,84	8,82	91,46	15,82	20,72
Počet transakcí	7 913	0,00	9,81	6 111,11	25,94	169,57

Zdroj: Mergermarket.com

Tabulka 4 | Transakce se známým násobkem na EBIT dle odvětví

	Počet transakcí	Min.	Medián	Max.	Průměr	Odchylka
Automobilový průmysl	135	0,81	10,58	28 571,43	229,31	2 448,51
Biotechnologie	42	1,88	14,37	207,81	26,10	33,89
Doprava	268	0,17	16,66	869,00	29,95	75,95
Elektronika	87	0,80	10,15	256,67	18,67	33,80
Energie	344	0,71	14,70	4 319,59	51,78	272,90
Farmacie	144	1,09	16,09	4 264,83	62,54	360,66
Finanční služby	243	0,01	15,03	3 488,50	55,10	254,15
Hornictví	37	1,06	15,68	165,77	25,03	32,30
Chemikálie a materiály	200	0,57	13,30	4 101,85	63,16	360,17
Internet / e-commerce	170	0,34	19,02	1 369,38	53,05	133,09
IT služby	228	0,02	13,09	1 134,78	35,06	111,01
Média	346	1,78	15,43	2 360,53	35,96	146,76
Obrana	35	1,84	11,08	125,67	17,83	22,64
Ostatní	1	15,92	15,92	15,92	15,92	0,00
Počítačové polovodiče	24	0,37	16,58	107,14	22,52	22,67
Počítačový hardware	44	2,82	12,33	106 383,67	2 452,39	15 849,71
Počítačový software	408	0,01	15,12	2 736,84	39,95	149,49
Průmyslová automatizace	72	3,41	13,38	349,46	27,01	49,48
Průmyslové výrobky a služby	725	0,05	12,23	2 769,61	30,98	145,13
Reality	162	0,04	19,08	8 221,55	114,71	725,41
Služby	899	0,32	12,50	6 752,22	52,38	375,31
Spotřebitelský průmysl	1 003	0,15	13,54	4 210,53	35,42	167,67
Stavebnictví	312	0,59	10,28	1 693,61	26,34	106,81
Telekomunikace (zprostředkovatelé)	157	1,16	18,43	324,59	32,44	49,24
Telekomunikace (hardware)	58	0,28	14,53	133,55	24,01	27,87
Utility	116	0,95	15,03	1 065,57	36,75	109,34
Volný čas	370	0,20	18,93	6 395,35	69,47	384,39
Výroba	226	1,47	11,99	450,93	18,45	32,38
Zdravotnictví	287	2,45	18,10	8 064,52	62,04	479,94
Zemědělství	40	0,00	14,55	291,39	30,97	52,68
Počet transakcí	7 183	0,00	14,14	106 383,67	61,78	1 325,21

Zdroj: Mergermarket.com

Literatura

- Abrams, J. B. (2010). *Quantitative business valuation: a mathematical approach for today's professionals*. 2. vyd. Hoboken, N. J.: Wiley. ISBN 978-0-470-39016-0.
- Baethé, J., Kirsch, et al. (2010). On the Myth of Size Premiums in Corporate Valuation: Some Empirical Evidence from the German Stock Market. *Journal of Applied Research in Accounting and Finance (JARAF)*, 5(1), 2–15.
- Bernström, S. (2014). *Valuation: the market approach*. Chichester: Wiley. ISBN 978-1-118-90390-2.
- Dijk, M. (2011). Is Size Dead? A Review of the Size Effect in Equity Returns. *Journal of Banking and Finance*, 35(12), 3263–3274.
- Grabowski, R. J., Harrington, et al. (2015). *Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital*. Hoboken, N. J.: Wiley. ISBN 978-1-119-07022-1.
- Hindls, R. et al. (2004). *Statistika pro ekonomy*. Praha: Professional Publishing. ISBN 80-86419-59-2.
- Hitchner, J. R. (2006). *Financial valuation: applications and models*. Hoboken, N. J.: Wiley. ISBN 978-0-471-76117-4.
- Horowitz, L. J., Loughran, T., Savin, N. E. The disappearing size effect. *Research in Economics*, 54(2), 83–100.
- Ibbotson SBBI (2014). *Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation*. Chicago: Morningstar. ISBN 978-0-9849500-4-1.
- Jeřábek, T., Čihák, P. (2008). Kvantifikace prémie za velikost pro střední Evropu. *Odhace a oceňování majetku*, 1(2), 44–49.
- Liu, W. (2006). A Liquidity-augmented capital asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 631–671.
- Mařík, M. (2007). *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-32-3.
- Poljakov, N., Šenk, M. (2016) Po Prazdroji sahají Japonci. Asahi nabízí za pivovary ze skupiny AB InBev přes 200 miliard korun. *Hospodářské noviny*, 13. 12. 2016. [Cit.2017-19-06.] Dostupné z <http://byznys.ihned.cz/c1-65553470-po-prazdroji-sahaji-japonci-asahi-nabizi-za-stredoevropske-pivovary-ze-skupiny-ab-inbev-pres-200-miliard-koron>
- Pratt, S. P. (2005) *The market approach to valuing businesses*. 2. vyd. Hoboken, N. J.: Wiley. ISBN 978-0-471-69654-4.
- Pratt, S. P., Nivulita, A. V. (2008) *Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies*. 5. vyd. New York: McGraw Hill. ISBN 978-007-144180-3.
- Peters, J. O. (1995). Adjusting Price/Earnings Ratios for Differences in Company Size – An Update. *Business Valuation Review*, 14(3), 121–123.
- Wang, X. (2000). Size effect, book-to-market effect, and survival. *Journal of Multinational Financial Management*, 10(3–4), 257–273.