

Téma 13:

Oceňování podniku

1. Důvody zjištění tržní hodnoty podniku
2. Postup při oceňování
3. Metody oceňování podniku:
 - A) Výnosové metody
 - B) Metody tržního srovnání
 - C) Majetkové ocenění (substanční hodnota podniku)

1. Důvody zjišťování tržní hodnoty podniku

- získávání dalšího vlastního nebo cizího kapitálu pro rozvoj podniku
- koupě nebo prodej podniku
- růst pomocí akvizic
- uvedení podniku na burzu
- rozhodování o konkursu aj.

2. Postup při oceňování:

1. Hodnocení podniku ze strategického hlediska
2. Ocenění podniku z finančního hlediska; ocenění obsahuje dva kroky:
 - a) ocenění podniku „samého o sobě“
 - b) ocenění podniku z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnu

3. Metody oceňování podniku - založeny na:

- ❖ analýze výnosů
- ❖ analýze tržní hodnoty
- ❖ analýze majetku

www.euroekonom.sk

A. Výnosové metody oceňování

- založené na očekávaných hotovostních tocích (teoreticky nejsprávnější metoda)
- problémem je definovat:
 - co se pod pojmem peněžní tok skrývá
 - jak velké toky předvídat v budoucnu
 - stanovení diskontní sazby

Výnosové metody

- a) metoda diskontovaného peněžního toku
- b) metoda založená na koncepci EVA
- c) metoda kapitalizovaných zisků
- d) kombinované metody

a) Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF – Discounted Cash Flow)

- stanovení tzv. volného cash flow
- **volné cash flow** = celkový peněžní příjem podniku po zdanění, který je k dispozici všem, kdo poskytují podniku kapitál, tj. věřitelům i vlastníkům (lze jej považovat za peněžní příjem po zdanění, který by byl k dispozici akcionářům podniku, kdyby podnik neměl žádný dluh)

Výpočet volného cash flow:

Provozní hospodářský výsledek před úroky a zdaněním

- Daně

+ Odpisy

+/- Snížení/zvýšení stavu oběžných aktiv

+/- Zvýšení/snížení stavu závazků

- Investice

Volné cash flow

www.euroekonom.sk

Disponibilní peněžní příjem:

- není ovlivněn finanční strukturou podniku,
- finanční struktura má vliv na vážený průměr nákladů kapitálu podniku a tím i na hodnotu podniku

Propočet - 2 kroky:

1. Určíme celkovou hodnotu podniku (hodnotu celkového kapitálu určíme pomocí celkového volného peněžního toku, který zahrnuje jak platby za vlastní, tak i za cizí kapitál. Volný peněžní tok obsahuje i úroky z cizího kapitálu).
2. Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu. Celkovou hodnotu podniku snížíme o hodnotu dluhů k datu ocenění.

Použití standardní dvoufázové metody:

$$H = \sum_{t=1}^k CF_t (1 + i_K)^{-t} + PH (1 + i_K)^{-k}$$

kde: CF_t = cash flow v jednotlivých letech

i_K = diskontní sazba (kalkulovaná úroková míra)

PH = pokračující hodnota

k = délka první fáze v letech

FCF and PV

Example

Given the cash flows for Concatenator Manufacturing Division, calculate the PV of near term cash flows, PV (horizon value), and the total value of the firm. $r=10\%$ and $g=6\%$

| | Year | | | | | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Asset Value | 10.00 | 12.00 | 14.40 | 17.28 | 20.74 | 23.43 | 26.47 | 28.05 | 29.73 | 31.51 |
| Earnings | 1.20 | 1.44 | 1.73 | 2.07 | 2.49 | 2.81 | 3.18 | 3.36 | 3.57 | 3.78 |
| Investment | 2.00 | 2.40 | 2.88 | 3.46 | 2.69 | 3.04 | 1.59 | 1.68 | 1.78 | 1.89 |
| Free Cash Flow | -.80 | -.96 | -1.15 | -1.39 | -.20 | -.23 | 1.59 | 1.68 | 1.79 | 1.89 |
| .EPS growth (%) | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 13 | 13 | 6 | 6 | 6 |

FCF and PV

Example - continued

Given the cash flows for Concatenator Manufacturing Division, calculate the PV of near term cash flows, PV (horizon value), and the total value of the firm. $r=10\%$ and $g=6\%$

$$\text{PV}(\text{horizon value}) = \frac{1}{(1.1)^6} \left(\frac{1.59}{.10 - .06} \right) = 22.4$$

$$\begin{aligned} \text{PV}(\text{FCF}) &= -\frac{.80}{1.1} - \frac{.96}{(1.1)^2} - \frac{1.15}{(1.1)^3} - \frac{1.39}{(1.1)^4} - \frac{.20}{(1.1)^5} - \frac{.23}{(1.1)^6} \\ &= -3.6 \end{aligned}$$

FCF and PV

Example - continued

Given the cash flows for Concatenator Manufacturing Division, calculate the PV of near term cash flows, PV (horizon value), and the total value of the firm. $r=10\%$ and $g=6\%$

$$\begin{aligned} \text{PV}(\text{business}) &= \text{PV}(\text{FCF}) + \text{PV}(\text{horizon value}) \\ &= -3.6 + 22.4 \\ &= \$18.8 \end{aligned}$$

b) Metoda založená na koncepci EVA

$H_{\text{podniku}} = \text{investovaný kapitál} + \text{hodnota přidaná trhem}$

$H_{\text{podniku}} = \text{investovaný kapitál} + \text{současná hodnota budoucích EVA}$

$$H = C_t + \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot (1 + WACC_t)^{-t} + EVA_n / WACC_n \times (1 + WACC_n)^{-n}$$

c) Metoda kapitalizovaných zisků

Časová řada minulých zisků (období 3-5 let) se upravuje na srovnatelnou reálnou úroveň a stává se základem pro výpočet tzv. trvalého zisku

(= velikost prostředků, které je možno rozdělit vlastníkům; tyto prostředky mohou být rozděleny, aniž by byla dotčena podstata podniku)

- Pro odhad trvalého zisku se používají dvě metody:
 - **paušální metoda**
 - **analytická metoda**

Paušální metoda

$$\text{trvalý zisk} = \sum_{t=1}^k q_t \cdot Z_t$$

kde:

Z_t = minulé upravené zisky

q_t = váhy, které určují význam zisku za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvalého zisku (roky bližší současnosti mají větší váhu)

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu

- metoda je vhodná tam, kde se nepředpokládá žádný větší dlouhodobý růst

Metoda analytická

- na základě rozborů faktorů působících na zisk se pokusíme odhadnout vývoj trvale odnímatelného zisku do budoucnosti

www.euroekonom.sk

Výpočet výnosové hodnoty metodou kapitalizace zisku se provádí pomocí vzorce tzv. věčné renty:

$$\text{Výnosová hodnota} = \frac{Z_T}{i_K}$$

kde:

Z_T = trvalý zisk

i_K = kalkulovaná úroková míra

d) Kombinované metody

- kombinace majetkového a výnosového ocenění

Metody:

Metoda střední hodnoty

Metoda kapitalizovaných nadzisků

www.euroekonom.sk

Metoda střední hodnoty

váha₁ x substanční metoda + váha₂ x výnosová metoda

$$H = \frac{\text{váha}_1 \times \text{substanční metoda} + \text{váha}_2 \times \text{výnosová metoda}}{\text{váha}_1 + \text{váha}_2}$$

www.euroekonom.sk

Metoda kapitalizovaných nadzisků

zisk – úrok.míra x věcná hodnota

$$H = \text{věcná hodnota} + \frac{\text{zisk} - \text{úrok.míra} \times \text{věcná hodnota}}{\text{úrok.míra pro kapitalizaci nadzisku}}$$

úrok.míra pro kapitalizaci nadzisku

B. Metody tržního srovnání

- Srovnání s podobnými podniky, jejichž hodnota je známá
- Srovnání s jinými podniky, které byly předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu
- Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro vstup na burzu

Výpočet - použití *tržních faktorů* (*multiplikátorů*):

- cena akcie/vybraný ukazatel přepočtený na akcii (čistý zisk, cash flow, tržby, vlastní jmění).
- Odhad hodnoty akcie oceňovaného podniku:

$$H = Z_{(OP)} \cdot (P/E)_{(SP)}$$

kde: $Z_{(OP)}$ = zisk na akcii propočtený za poslední období pro oceňovaný podnik

$(P/E)_{(SP)}$ = hodnota multiplikátoru P/E vyvozená ze souboru srovnatelných podniků

Použití metody:

- vyžaduje vyspělý trh s cennými papíry s dobře se orientujícími investory, kteří svými nákupy a prodeji nepřipustí existenci výrazně podhodnocených nebo nadhodnocených akcií
- je omezené z důvodu problematické srovnatelnosti podniků

C. Majetkové ocenění (substanční hodnota podniku)

- určení hodnoty vlastního kapitálu, kterou získáme odečtením všech dluhů podniku od součtu všech položek aktiv.

Substanční hodnota podniku = souhrn relativně samostatného ocenění jeho jednotlivých majetkových složek za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti (nejedná se proto o likvidační hodnotu)

- pracujeme s informacemi z účetních výkazů:

- orientace na historické účetnictví (oceňování v pořizovacích cenách) způsobuje, že ceny konkrétních položek aktiv neodrážejí změny tržních cen
 - v inflačním prostředí se mění kupní síla peněžní jednotky používané v účetnictví
 - může dojít k různým postupům při vyjadřování časového posunu mezi výdaji a náklady, resp. příjmy a výnosy
- důsledkem může být fakt, že účetně je vykázána nižší hodnota vlastního kapitálu než je hodnota reálná o tzv. **tiché rezervy**

Substanční hodnota provozně nutného majetku brutto

- Reálná hodnota závazků
- + Tržní (prodejná) hodnota majetku nepotřebného pro provoz
- = **Substanční hodnota netto**

nebo:

- Vlastní kapitál podle účetnictví
- + Zvýšení (snížení) účetní hodnoty aktiv
- Zvýšení (snížení) účetní hodnoty pasiv
- = **Substanční hodnota netto**

Kupní cena podniku může být vyšší než jeho substanční hodnota - tento rozdíl potom představuje *goodwill*.

Likvidační hodnota

= množství peněz, které můžeme získat prodejem jednotlivých částí podniku

(celková hodnota podniku však není rovna součtu hodnot jednotlivých podnikových majetkových součástí – tyto statky musí být spojeny do jednoho celku, aby bylo možné dosáhnout produkce a zhodnocení vložených prostředků)