

10. Hodnota firmy (oceňování podniku)

Typy a stupně oceňování

- žádná objektivní hodnota firmy neexistuje ⇒ neexistuje ani jediné správné ocenění
- a) ocenění nezávislé na vůli vlastníků (pro potřeby státní správy)
 - nutná jednoznačnost výsledků ⇒ zjednodušení, práce s uzanciemi a standardizovanými postupy (uzance - uznané zvyklosti)
 - pro účely:
 - daňové
 - dědické spory
 - spory vlastníků (určování majetkových účastí)
 - poskytování úvěrů (v souvislosti s jejich ručením)
- b) ocenění z vůle vlastníků (pro podnikatelské účely)
 - vyjadřuje šance a rizika
 - jeho smyslem je odhadnout tržní hodnotu ⇐ odhad podle mezinárodních standardů = odhad peněžní částky
 - podmínky, má-li být odhad tržní hodnotou:
 - kupující i prodávající jednájí zcela dobrovolně a legálně - bez vnějších tlaků či nekalých úmyslů
 - obě strany mají zájem na uskutečnění transakce
 - obě strany mají k dispozici všechny důležité informace o předmětu prodeje
 - na obou stranách je přiměřená konkurence
 - používáno pro účely:
 - koupě a prodeje podniku
 - spojování firem (akvizice)
 - sanace
 - konkurzu
 - uvedení na burzu
 - získání dalšího vlastního / cizího kapitálu

2 stupně podnikatelského ocenění

1. podnik "sám o sobě" (stand - alone basis, going concern)
 - tak jak podnik "stojí a leží" v daný okamžik
 - pohledy do budoucnosti (pokud se uvažují) se musí odvíjet od současného stavu
2. z hlediska záměrů, které by měly být uskutečněny v budoucnu
 - z pohledu nového majitele (po spojení firem)
 - s uvažováním synergických efektů

Přehled metod oceňování

- a) založené na dosud vynaložených nákladech
 - substanční hodnota
- b) založené na oceňování výnosu firmy
 - metoda diskontovaného CF
 - metoda kapitalizovaných zisků
 - korigované výnosové metody
- c) založené na srovnání
 - na bázi srovnatelných podniků

- na bázi srovnatelných transakcí

Vybrané metody

a) likvidační hodnota

- padá předpoklad trvání podniku (podnikatelských aktivit)
- hodnota = "cena šrotu"
- hodnota = 20 % tržní hodnoty

b) hodnota vlastního kapitálu (s oceněním aktiv a závazků dle účetnictví)

aktiva - závazky = hodnota vlastního kapitálu
(assets - liabilities = owner's equity)

c) substanční metoda

- ocenění majetku i závazků je reálné \Rightarrow odpovídá aktuálním cenám, za něž by bylo možné daný majetek pořídit \neq účetní hodnota
- hodnota podstaty (substance) je zřejmá zvláště v případě akvizice (koupit stávající podnik nebo vybudovat nový ?)
- \Downarrow
- substanční hodnota tvoří horní cenovou hranici \Rightarrow má pomocnou funkci (výhodnější pro prodávajícího)
- v oceňování dochází ke zvyšování vykazované hodnoty aktiv o tiché rezervy, vyplývající z:
 - inflace \Rightarrow růst nákladů na znovupořízení
 - odpisy: pokud by byly vyšší, než by odpovídalo skutečné ztrátě hodnoty
- zvyšování hodnoty aktiv (rozpuštění tichých rezerv) může ovlivnit zisk a tím i hodnotu daní (hodnota závazků) \Rightarrow substanční hodnotu je třeba o tyto latentní daně snížit
- klíčový význam mají zásady oceňování majetkové podstaty podniku, zvláště hodnoty nemateriálních statků

Substanční hodnota brutto =

= souhrn majetkových hodnot potřebných k dalšímu podnikání v aktuálních cenách
+ výnos z prodeje majetku přebytečného a vedlejšího (rekreační středisko)
- hodnota všech závazků a dluhů
= substanční hodnota netto (S_M)

- S_M ukazuje pouze, kolik kapitálu je v podniku investováno - neuvažuje návratnost
- tiché rezervy = náklady znovupořízení - odpisy - účetní hodnota

Goodwill = kupní cena - S_M a jeho faktory:

- management a personál (kvalifikace)
- obchodní spojení
- odbytové kanály
- příhodné umístění
- příznivá výrobní prognóza

d) diskontované CF (výnosová metoda)

- princip: hodnota = současná hodnota budoucích výnosů = kapitálová hodnota (Net Present Value)
- klíčové problémy:
 - co jsou to výnosy a jak je určíme
 - jak určíme hodnotu budoucích výnosů (nejednotné)
 - jak stanovit diskontní sazbu
 - jak v ocenění zvážit riziko

- CF (free CF = peněžní toky k rozdělení)
 - = zisk před úroky a daněmi
 - daně (z EBIT)
 - + odpisy
 - výdaje na pořízení HIM a NIM
 - zvýšení pracovního kapitálu (+ snížení)

$$H = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

- prognóza CF na delší období (trvalá renta) = dvou fázová metoda

$$H = \sum_{t=1}^k \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_s}{i * (1+i)^k}$$

CF_s = stálé CF pro k-té a další období

e) hodnota určená srovnáním

- východisko: tržní kapitalizace = počet akcií * cena akcie = tržní hodnota vlastního kapitálu

H = tržní kapitalizace + prémie

- pro srovnatelné podniky jsou stejné multiplikátory

- multiplikátor: kupní cena / zisk (SRN)

- chemie 7 - 10
- obchod potravinami 4 - 6
- obchod nábytkem 4 - 6
- výroba nástrojů 6 - 8

- multiplikátor: kupní cena / obrat (pro obchod)

- multiplikátor P/E (cca 7 - 9)

f) hodnota určená srovnáním payoff profilů (aplikace opční metodologie - derivátní model)

- východiska - srovnávají se:

- firma financovaná dluhem (obligace) a akciovým kapitálem
- opce call (evropská), vystavené na podkladové aktivum (akcii)