

Oceňování podniku

Základní metody oceňování podniku

Postup při oceňování podniku

- ❑ Prvním krokem při oceňování podniku je vyjasnění důvodu, kvůli kterému je oceňování prováděno
- ❑ Druhým krokem je ujasnění hodnoty, která by měla být výsledkem ocenění
- ❑ Třetím krokem je výběr metody ocenění

Doporučený postup oceňování je následující:

- ❑ vymezení zadání práce (specifikace cíle ocenění a definice zadání) **Přípravné práce**
- ❑ vytvoření pracovního týmu
- ❑ plán práce (týká se především časového plánu včetně průběžných termínů ve vazbě na cíl a požadovaný termín ocenění podniku)
- ❑ sběr informací (sběr informací z makro a mikroprostředí podniku včetně interních informací o minulosti – cca 5 let, současnosti a budoucnosti – cca 3 – 5 let)
- ❑ analýza dat (zahrnuje finanční analýzu a strategickou – kvalitativní analýzu za 3-5 let nejen do minulosti, ale také do budoucnosti podniku)
- ❑ **Výběr a aplikace metody ocenění**
- ❑ výběr metod ve vazbě na cíl práce (výběr modelů a metod hodnocení podniku s vědomím předpokladů, rizik a omezení vybraných metod a nástrojů ocenění)
- ❑ analýza ocenění (aplikace zvolené metodiky ve vazbě na účel a cíl ocenění)
- ❑ syntéza výsledků (syntéza dosažených výsledků a příprava závěrečného výroku)
- ❑ závěr (výrok a tržní hodnotě podniku k datu ocenění)

Výrok o tržní ceně podniku

Základní metody oceňování podniku

Výnosové metody
Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) Metoda kapitalizovaných (čistých) zisků Metoda diskontovaného volného peněžního toku (DFCF) Dividendový diskontní model Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)
Majetkové metody
Metoda účetní hodnoty (na principu historických cen) Metoda substanční hodnoty (na principu reprodukčních cen) Metoda likvidační hodnoty
Kombinované metody
Schmalenbachova metoda střední hodnoty Metoda vážené střední hodnoty Model diferenciální renty (nadzisku, superzisku) Zákon 151/1997 Sb., na jehož základě se stanoví cena pro administrativní účely
Tržní metody
Ocenění na základě tržní kapitalizace Ocenění na základě srovnatelných podniků Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu Ocenění na základě srovnatelných transakcí Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

Výnosové metody

- ❑ Výnosové metody jsou zřejmě nejrozšířenějšími způsoby oceňování podniků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)

- ❑ Je založena na odhadech budoucích CF (volných), které plynou z podnikatelské činnosti
- ❑ Je nutné dobře vymezit budoucí CF a náklady kapitálu, kterými budou tyto toky diskontovány
- ❑ Při výpočtu (volných) peněžních toků se vychází z čistého provozního zisku, ke kterému se přičítají odpisy a od kterého se odečítá změna čistého pracovního kapitálu a investice
- ❑ Při uplatnění metody také záleží na časovém horizontu, který se při výpočtu zohledňuje, resp. na výhledu finančního vývoje podniku, dle toho lze konstruovat model pro stabilní růst (nejjednodušší) nebo vícefázové modely (zpravidla dvou nebo třífázové)

Model pro stabilní růst vypadá následovně:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_1}{r - g_n}$$

kde: CF...peněžní tok v prvním roce oceňování (v současnosti)
r...diskontní míra (riziko spojené s peněžním tokem)
gn...tempo růstu peněžních toků do nekonečna

Takto stanovená hodnota podniku představuje tzv. věčnou rentu (perpetuitu)

Příklad

- Určete hodnotu podniku (viz příloha č. 2) pomocí metody DCF v roce 2002, když víte, že v tomto roce byla sazba daně z příjmů právnických osob byla 31%, diskontní míra byla stanovena ve výši 10% a tempo růstu peněžních toků (do nekonečna) bylo 5%

Řešení

- Nejprve je nutné stanovit peněžní tok (CF) v prvním roce oceňování:
$$CF = EBIT * (1 - \text{daňová sazba}) + \text{odpisy} - \text{změna čistého pracovního kapitálu} [1] - \text{investice} [2]$$
$$CF = 405\,158 * 0,69 + 211\,175 - (804\,136 - 719\,326) - (1\,330\,414 - 1\,435\,628)$$
- $CF = 511\,138,02$
- Hodnota podniku = $511\,138,02 / (0,1 - 0,05) = \mathbf{10\,222\,760,4}$

[1] Změna čistého pracovního kapitálu = čistý pracovní kapitál 2002 - čistý pracovní kapitál 2001

[2] Pokud není znám přesný objem investic lze vyjít ze zjednodušeného vztahu:
Investice 2002 = dlouhodobý hmotný majetek 2002 - dlouhodobý hmotný majetek 2001

Výnosové metody

Metoda diskontovaného volného peněžního toku (FCFF)

- je založena na stejném principu jako metoda DCF
- rozdílem je stanovení rizika, které vychází z WACC nebo re podle toho, zda se oceňuje podnik z hlediska vlastníků (tzv. FCFE) a dochází se k hodnotě vlastního kapitálu, nebo z hlediska vlastníků a věřitelů (tzv. FCFF) a dochází se k celkové hodnotě podniku

Metoda kapitalizovaných (čistých) zisků

- vychází z tzv. trvale dosažitelného zisku a míry kapitalizace
- trvale dosažitelný zisk lze konstruovat např. na základě váženého průměru minulých hospodářských výsledků podniku
- míru kapitalizace lze odhadnout z úrokové míry dlouhodobých úvěrů nebo státních dluhopisů
- Hodnota podniku je pak představována opět perpetuitou:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{Z_1}{r}$$

Kde: Z...trvale dosažitelný zisk podniku
r...míra kapitalizace (riziko)

Výnosové metody

Dividendový diskontní model

- je opět variantou modelu DCF, který však v čitateli pracuje s peněžním tokem pro vlastníky (dividendami)
- Jako diskontní faktor se využívá nákladů vlastního kapitálu (r_e) a zohledňuje se míra růstu dividend (g_n – analogická míře růstu podniku)
- Model opět existuje v různých (vícefázových) verzích, které jsou založeny především na rozdílných předpokladech budoucího růstu
- Tento model je možné použít pouze u stabilních podniků, které jsou ziskové a pravidelně vyplácí dividendy
- Základní konstrukce modelu pro stabilní růst (tzv. Gordonův růstový model) vypadá následovně:

$$\text{Hodnota akcie} = \frac{\text{DPS}_1}{r_e - g_n}$$

Kde: DPS...očekávané dividendy v příštím roce

r_e ...požadovaná míra návratnosti pro investory

g_n ...tempo růstu dividend

Výnosové metody

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

- zohledňuje při oceňování podniku ekonomickou přidanou hodnotu zjištěnou dle ukazatele EVA (tzn. nepracuje ani s čistým ziskem ani s žádnou formou peněžních toků)
- je vhodné vycházet z ukazatele EVA stanoveného na základě ukazatele ROA, z investovaného kapitálu a z WACC
- metoda výpočtu je analogická jako v případě předcházejících metod, přičemž opět lze vybírat z vícefázových modelů
- pro konstantní růstový model vypadá vzorec výpočtu takto:

$$\text{Hodnota podniku} = C_0 + \frac{\text{EVA}}{\text{WACC} - g_n}$$

Kde: EVA...ekonomická přidaná hodnota

C_0 ...investovaný kapitál

g_n ...očekávané tempo růstu EVA (do nekonečna)

Majetkové metody

- ❑ Majetkové metody jsou založeny na ocenění jednotlivých složek majetku a zdrojů tak, jak je lze najít v účetnictví (v rozvaze)
- ❑ Podstatou majetkových metod je statické ocenění k určitému dni, přičemž se neber v potaz faktor času (s určitou výjimkou metody likvidační hodnoty)

Metoda účetní hodnoty (na principu historických cen)

- ❑ vychází ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha
 - ❑ základem je ocenění stálých aktiv, oběžného majetku a závazků (dluhů) v nominálních hodnotách
 - ❑ nejprve je tedy nutné ocenit jednotlivé složky majetku, od kterých se odečítá hodnota dluhů, tím se dospěje k hodnotě (ceně) vlastního kapitálu, tzn. k hodnotě podniku
 - ❑ výhodou této metody je relativně snadný výpočet včetně dostupnosti dat, naopak nevýhodou je malá přesnost a používání účetních místo tržních hodnot
-

Majetkové metody

Metoda substanční hodnoty (na principu reprodukčních cen)

- ❑ vychází z ocenění majetkových složek podniku, od které se odečítají závazky (dluhy)
- ❑ využívá reprodukčních cen, tzn. cen, za které by bylo možné jednotlivé složky majetku na trhu reálně prodat
- ❑ metoda tedy oceňuje majetek dle tržních hodnot a odstraňuje tak jednu z hlavních nevýhod metody účetní hodnoty, na druhou stranu však nebere v potaz současnou a zejména budoucí výnosnost podniku, hodnotu goodwillu, event. specifických nehmotných aktiv (stejně jako metoda účetní hodnoty)

Metoda likvidační hodnoty

- ❑ je podstatou velice podobná metodě substanční hodnoty
 - ❑ rozdílem je faktor času, tzn. že likvidátor musí prodat majetek podniku k určitému datu (likvidace) a je tudíž časově omezen (oproti metodě substanční hodnoty)
 - ❑ podstatou je ocenění majetku podniku (např. na základě reprodukčních cen), jeho rozprodej, zaplacení závazků (dluhů) včetně odměny likvidátora a to co zbude je likvidační hodnotou podniku
 - ❑ tuto hodnotu je pak možno porovnat se současnou hodnotou budoucích výnosů a buď v podnikání pokračovat (je-li tato hodnota budoucích výnosů vyšší) nebo ho ukončit (je-li hodnota výnosů nižší)
 - ❑ likvidační hodnota podniku tak představuje spodní hranici hodnoty podniku
-

Kombinované metody

Schmalenbachova metoda střední hodnoty

- ❑ založena na tezi, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak budoucím výnosem (obě složky lze považovat za rovnocenné)
- ❑ tato metoda pracuje s hodnotou výnosu a hodnotou substance, přičemž hodnotu podniku lze vypočítat jako součet DCF (nebo FCFE či FCFF) a substanční hodnoty, dělený dvěma
- ❑ použitelnost této metody je vázána na podmínku aplikace, tj. na vzájemnou podmíněnost majetkové a výnosové hodnoty (např. zpracovatelský průmysl), naopak metoda není vhodná k aplikaci v podnicích služeb

Metoda vážené střední hodnoty

- ❑ kombinuje při výpočtu hodnoty podniku vážené stavové a tokové veličiny:

$$\text{Hodnota podniku (H)} = v1 * S + (1 - v1) * V$$

Kde: v1...váha (substanční hodnoty podniku)

S...substanční hodnota podniku

V...hodnota podniku stanovená výnosovou metodou

- ❑ Koeficient v1 bývá roven 0,5, čímž metoda fakticky přechází do výše uvedené Schmalenbachovy metody střední hodnoty, koeficient lze ale zvolit i v jiné výši (např. 0,7) v závislosti na typu podniku
 - ❑ Přitom platí, že čím je v podniku vyšší podíl dlouhodobého hmotného majetku, tím by měla být váha vyšší
 - ❑ Jiný postup (tzv. Naegeliho metodika) doporučuje při určování váhy vyjít z rozdílu hodnoty substance a výnosu
-

Kombinované metody

Model diferenciální renty (nadzisku, superzisku)

- ❑ založen na tvrzení, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního (bezrizikového) výnosu
- ❑ diferenciální renta (nadzisk) je definována jako rozdíl zisku, který podnik vyprodukoval, a zisku, který by vlastník podniku mohl získat bez rizik
- ❑ hodnota podniku při trvale dosahovaném nadzisku je následující:

$$H = \frac{Z - i_{k1} * S}{i_{k2}}$$

Kde: H...hodnota podniku
Z...trvale udržitelný zisk
ik1...bezriziková míra výnosu
ik2...výnosová míra
S...substanční hodnota

- ❑ konstrukce hodnoty je analogická výnosovým metodám, takže i v tomto případě lze výpočet modifikovat s použitím několika fází
-

Kombinované metody

Zákon 151/1997 Sb., na jehož základě se stanoví cena pro administrativní účely

- ❑ se používá v případě, že tak stanoví příslušný orgán státní správy v rámci svého oprávnění nebo pokud tak stanoví jiný právní předpis, event. pokud se tak strany dohodnou
 - ❑ tato cena slouží zpravidla k daňovým účelům, ke stanovení daně dědické, darovací a daně z převodu nemovitostí a dále se používá tehdy, pokud je kupující stranou stát
 - ❑ hovoří se o tzv. ceně administrativní
 - ❑ podnik, nebo jeho části se oceňují jako jakou součet cen jednotlivých druhů majetku zjištěných podle zákona č. 151/97 Sb., přičemž se od tohoto součtu odečítají závazky
 - ❑ metoda by tak měla být zařazena spíše mezi majetkovými metodami
-

Tržní metody

- Jedná se o metody, které jsou běžnému člověku nejbližší a které jsou zároveň nejobjektivnější, neboť zjišťují, za kolik je reálné (možné) daný statek (podnik) prodat na trhu
- V případě podniků se lze setkat se dvěma základními situacemi:
 - přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu
 - ocenění metodou tržního porovnávání

Přímé ocenění na základě dat z kapitálového trhu

- **ocenění na základě tržní kapitalizace**
 - toto ocenění vychází z tržní ceny akcií
 - k propočtu je nutné použít průměrnou cenu akcie za určité období (což záleží na zkušenosti oceňovatele) a ne cenu k určitému dni obchodování akcie
 - je vhodné zohlednit prémii, která zvedá cenu balíku akcií o cca 20-50%
 - ke stanovení premie (spojené zpravidla s možností kontrolovat chod podniku nebo se synergii spojení podniků apod.) se přitom zpravidla používá jiných (výnosových) metod oceňování
-

Tržní metody

Ocenění metodou tržního porovnávání

Ocenění na základě srovnatelných podniků

- ❑ oceňovaný podnik srovnává s již oceněnými podniky
- ❑ je nutné zajistit co největší srovnatelnost podniků s ohledem na výnosnost, riziko apod
- ❑ je vhodnější vycházet při oceňování s pěti až osmi srovnatelných podniků a určit, který z podniků má k oceňovanému podniku nejbližší a kde se oceňovaný podnik nachází (ve srovnání s ostatními podniky, tzn. je průměrný, špičkový, apod.)

Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu

- ❑ je variantou metody ocenění na základě srovnatelných podniků
- ❑ odlišnost spočívá v rozsahu dostupných údajů, který je menší
- ❑ tento postup má tak zpravidla jen okrajový (podpůrný) význam

Ocenění na základě srovnatelných transakcí

- ❑ je podobná metodě ocenění na základě srovnatelných podniků s tím rozdílem, že se počítá násobitel na základě skutečně zaplacené ceny za srovnatelné podniky prodané v poslední době
- ❑ není tedy nutné používat přepočítání na akcii, ale naopak např. na celkový zisk po zdanění, EBIT, účetní hodnotu vlastního kapitálu apod.

Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů (násobitelů)

- ❑ je založeno nikoli na použití násobitelů odvozených od jednotlivých (srovnatelných) podniků, ale na průměru hodnot násobitelů v odvětví
 - ❑ Odvětvové násobitele přitom mohou být např. **množstevní** (tzn. např. cena jako násobek počtu pokojů v motelech v USA – cca 14 – 17 tis. USD za pokoj)
-