

A&CE

partner pro správná rozhodnutí



FÚZE A AKVIZICE

Brno, 28.11. 2005

Vypracováno:
Ing. Rostislav Čada
A&CE Consulting, s. r. o.
Ptašínského 4, 602 00 Brno

Znalecký posudek vyžaduje obchodní zákoník v případech:

1. **Nepeněžitý vklad** (zakládání s.r.o., navyšování ZK)
2. **Vypořádací podíl** (zánik účastníka na společnosti jinak než převodem podílu)
3. **Fúze, rozdělení, změna právní formy** (§69)
4. **Povinná nabídka převzetí** a veřejný návrh smlouvy na odkup účastnických CP, pokud valná hromada rozhodla o jejich vyřazení z obchodování (§183)
5. **Squeeze out** (právo výkupu účastnických cenných papírů) při vlastnictví alespoň 90% podílu na hlasovacích právech (§183)
6. **Převod zastaveného obchodního podílu** na zástavního věřitele
7. **úplatného převodu**, resp. nabytí majetku přesahující hodnotu 1/10 upsaného ZK **mezi osobami blízkými** (§196)
8. Zrušení a.s. s převodem jmění na akcionáře

Definice pojmu akvizice

- majetkové operace v „životě“ obchodních společností, kdy jedna společnost má zájem získat rozhodující, resp. kontrolní balík či obchodní podíl v jiné společnosti
- kupující společnost získá akvizicí finanční investici, kterou zaúčtuje do v pořizovací ceně do aktiv
- Přátelské akvizice – podléhají souhlasu valné hromady (peněžité, či nepeněžité vklady, nákupy podniků a jeho částí)
- Nepřátelské akvizice (nákup potřebného počtu akcií či obchodních podílů zpravidla za cenu převyšující tržní hodnotu akcií)
- Akvizicí dceřinné společnosti právně nezanikají

Definice pojmu fúze

- Vyšší forma akvizice
- Sloučení, splynutí dvou a více společností
- „matka“ přeměňuje své kapitálové účasti (finanční investice) v dceřiných společnostech zaúčtováním („rozpouštěním“) jednotlivých položek majetku a závazků do své účetní evidence.
- Fúzí dceřinné společnosti právně zaniknou bez likvidace

Srovnání fúze a akvizice

- Akvizice, resp. její vyšší forma tedy fúze, je **dokončením procesu akvizice**
- Akvizice nemusí být dokončena fúzí (sloučením, splynutím)
- Ale fúzi musí předcházet akvizice

Vývojové tendence fúzí a akvizic v ČR

- Celková hodnota fúzí a akvizic v roce 2004, u kterých zveřejněna cena, činí 3,4 mld. \$ (v r. 2003 4,3 mld. \$)
- 11 transakcí v hodnotě nad 100 mil \$, jejich celkový objem 2 450 mil. \$
- Průměrná hodnota transakce v 2004 činila 60 mil \$ (bez 11 největších), pro porovnání v 2003 činila 109 mil \$
- Vše čerpáno pouze ze zveřejněných informací
- Míra zveřejnění v r.2004 činila **30%** (20% v r. 2003), nejnižší v S, V Evropě

Vývojové tendence fúzí a akvizic v ČR

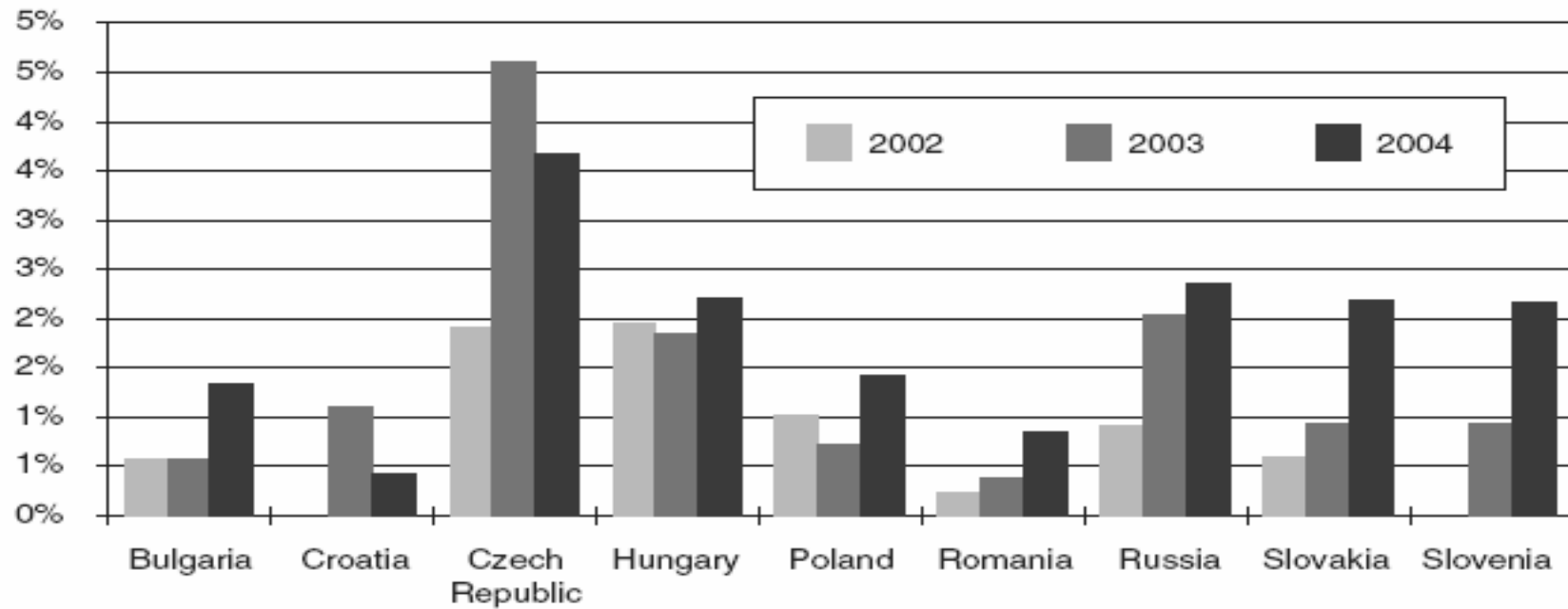
- Prodej 85% podílu finanční skupiny PPF v TV Nova americké CME (652 mil. \$)
- Prodej 70% podílu ve společnosti Karbon Invest společnosti RPG Industries (411 mil. \$)
- společnost Quinn Group nakoupila hotely Hilton a Ibis (185 mil \$)
- Nákup 3 divizí Škoda Holding ruskou OMZ (40 mil. \$)

Četnost transakcí v jednotlivých odvětvích v roce 2004:

1. Zpracovatelský průmysl (47)
2. Výroba potravin a nápojů (17)
3. Média (13)

Komparace s ostatními zeměmi

Chart 2: M&A market to GDP



Source: PwC estimates, EIU estimates

Hodnocení efektivity akvizice

- Efekt dodatečné hodnoty pro oba subjekty (jejich hodnotu) předmětem řady odborných studií:
- efekt akvizice na ovládanou firmu – jednoznačně pozitivní
- (viz průměrná akviziční prémie v 60. letech ve výši 19%, v 70. letech 35% a v 80. letech cca 30%)
- pozn.: Akviziční cena = tržní cena + akviziční prémie
- efekt akvizice na ovládající firmu – sporný
- **nelze objektivně zjistit** (Jaroslav Šantrůček, Fúze a akvizice)

Výzkumné šetření společnosti KPMG

- Nejrozsáhlejší šetření (červen 1999)
- prostřednictvím telefonních rozhovorů
- respondenty byli zvoleni zástupci top managementu společností, jež se v období 1996-1998 přímo účastnily některé ze 700 největších akvizic (měřeno dle jejich hodnoty)
- Cílem - analýza:
 1. klíčových faktorů úspěšnosti akvizic,
 2. subjektivního ohodnocení úspěšnosti akvizic
 3. motivů, jež je vedly k tomuto ohodnocení

Výzkumné šetření společnosti KPMG

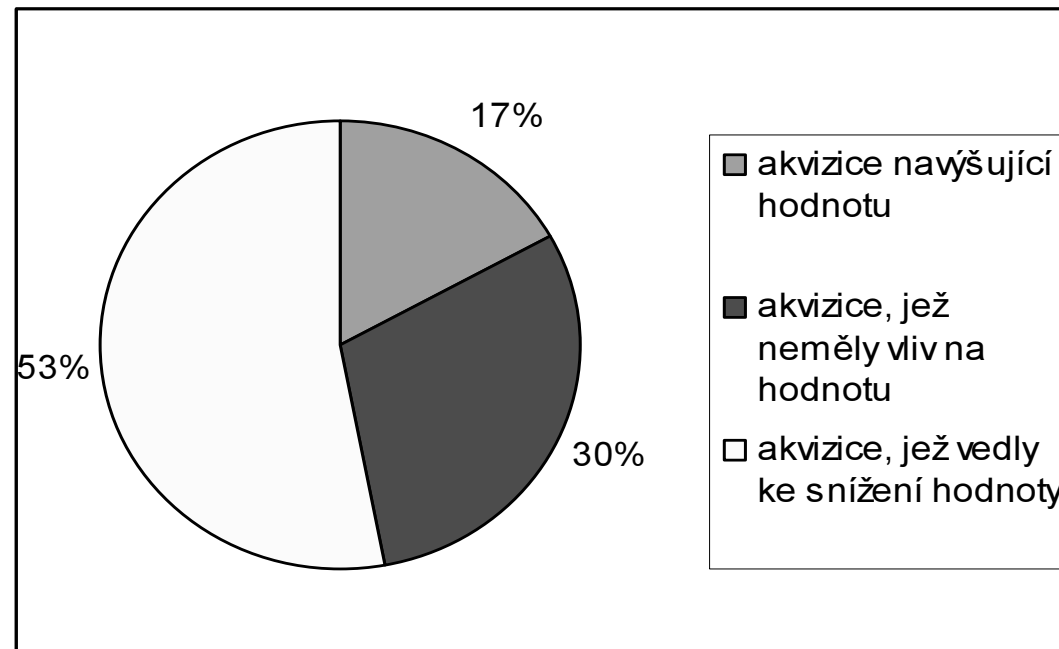
Úspěšnost jednotlivých akvizic pak hodnocena na základě
vlivu akvizice na tržní hodnotu společnosti:

Tzn. na základě:

1. ocenění nově vzniklých podnikatelských subjektů
2. jejich porovnáním s jejich hodnotou před akvizicí
3. jejich porovnáním s vývojem průměrné hodnoty odvětví, ve kterém jednotlivé podniky působí

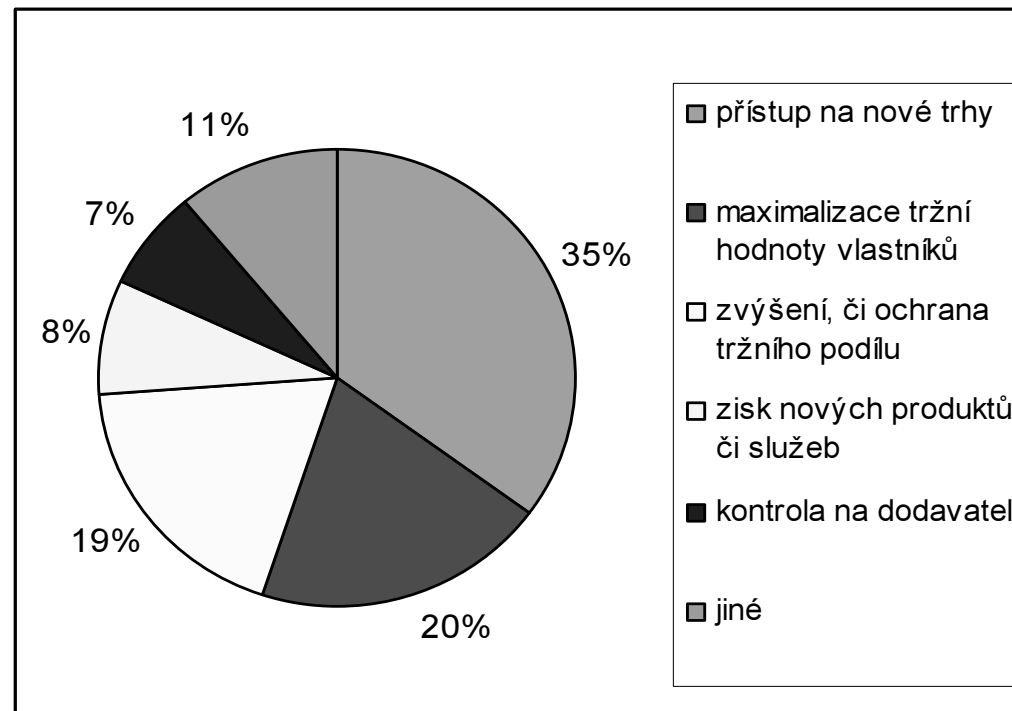
Vliv akvizice na hodnotu společnosti

- 82% respondentů byla přesvědčena, že akvizice zvýší hodnotu jejich společnosti (ve skutečnosti pouze u 17%), tzn. 83% bylo neúspěšných



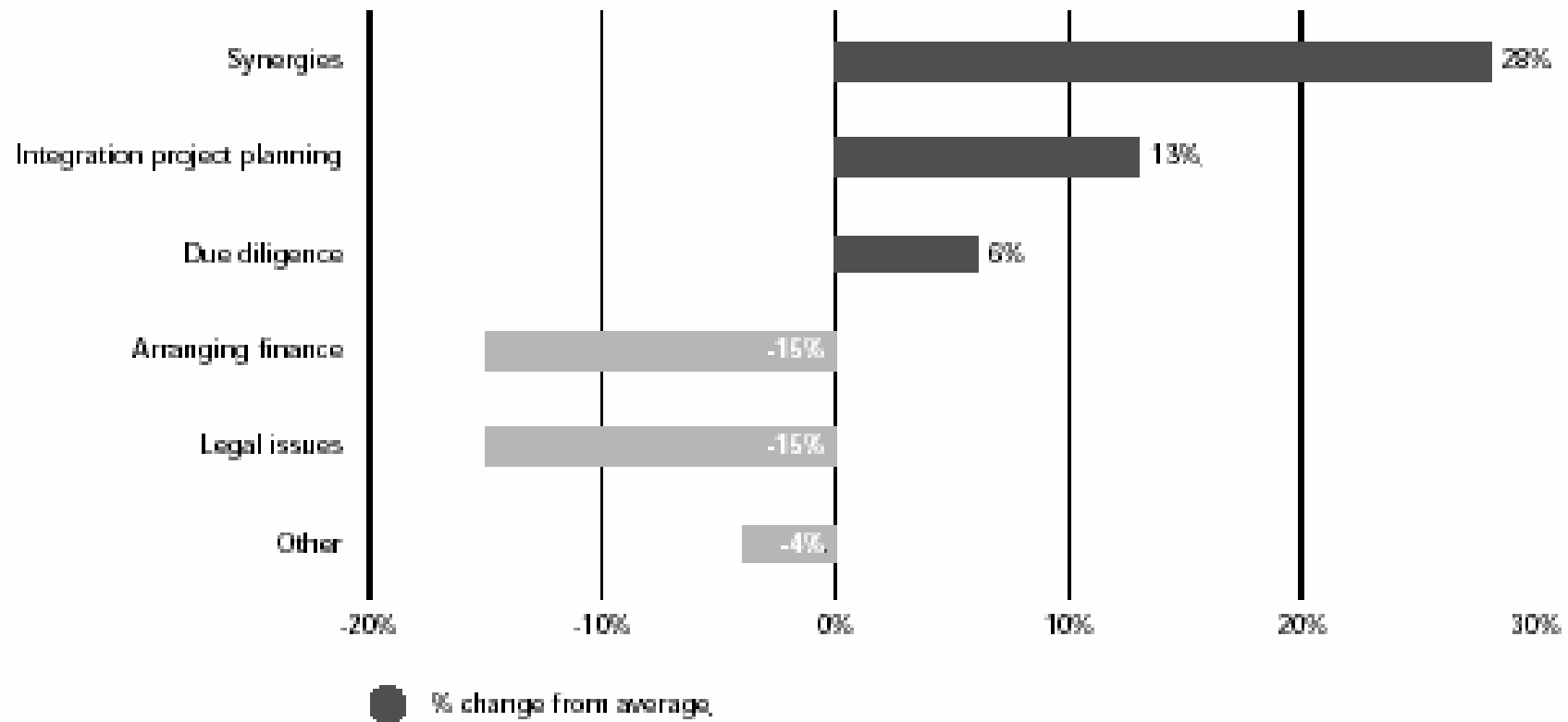
Specifikace prioritního cíle akvizice

- 80% respondentů samotnou maximalizaci hodnoty společnosti nepovažuje za prioritu akvizičního procesu (viz porovnání s předchozím)



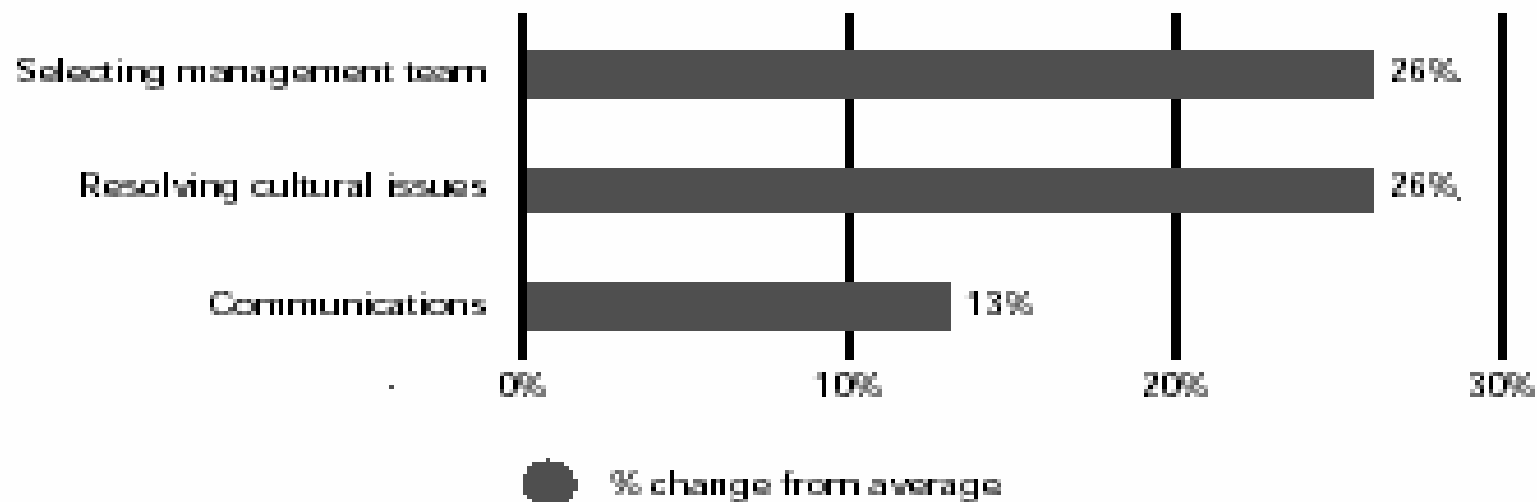
„Hard keys“- Exaktně stanovená kritéria úspěšnosti akvizice

Figure 3: The three pre-deal hard keys to success



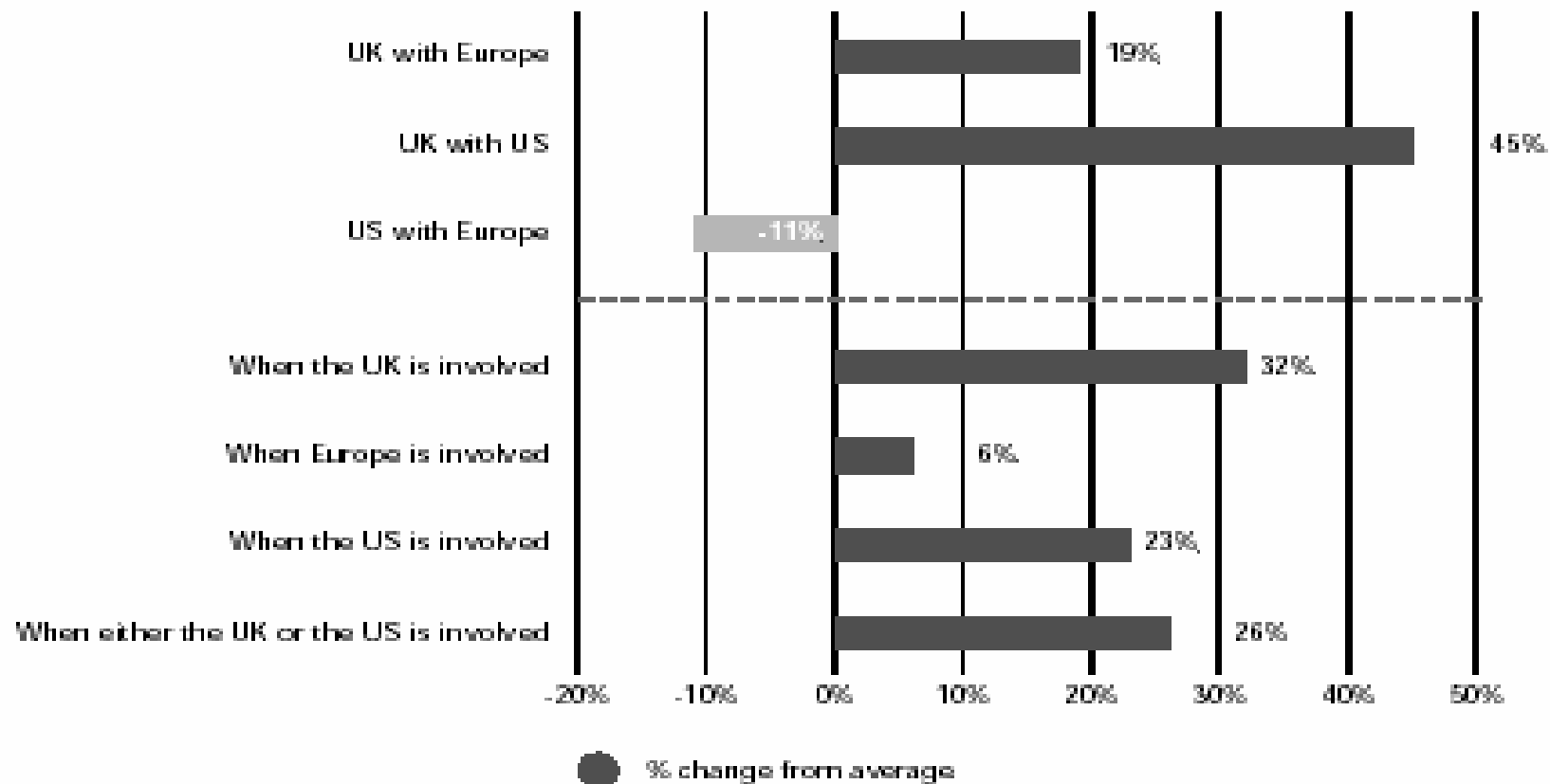
„Soft keys“- Kvalitativně stanovená kritéria úspěšnosti akvizice

Figure 7: The three soft keys to success



Zohlednění kulturních odlišností (culture differences)

Figure 9: Cross border analysis



Závěry výzkumného šetření společnosti KPMG

1. Výzkum identifikoval **6 klíčových faktorů úspěšnosti akvizice:**

- ocenění synergie,
- plán integrace,
- due diligence,
- management,
- kulturní zvláštnosti
- komunikace

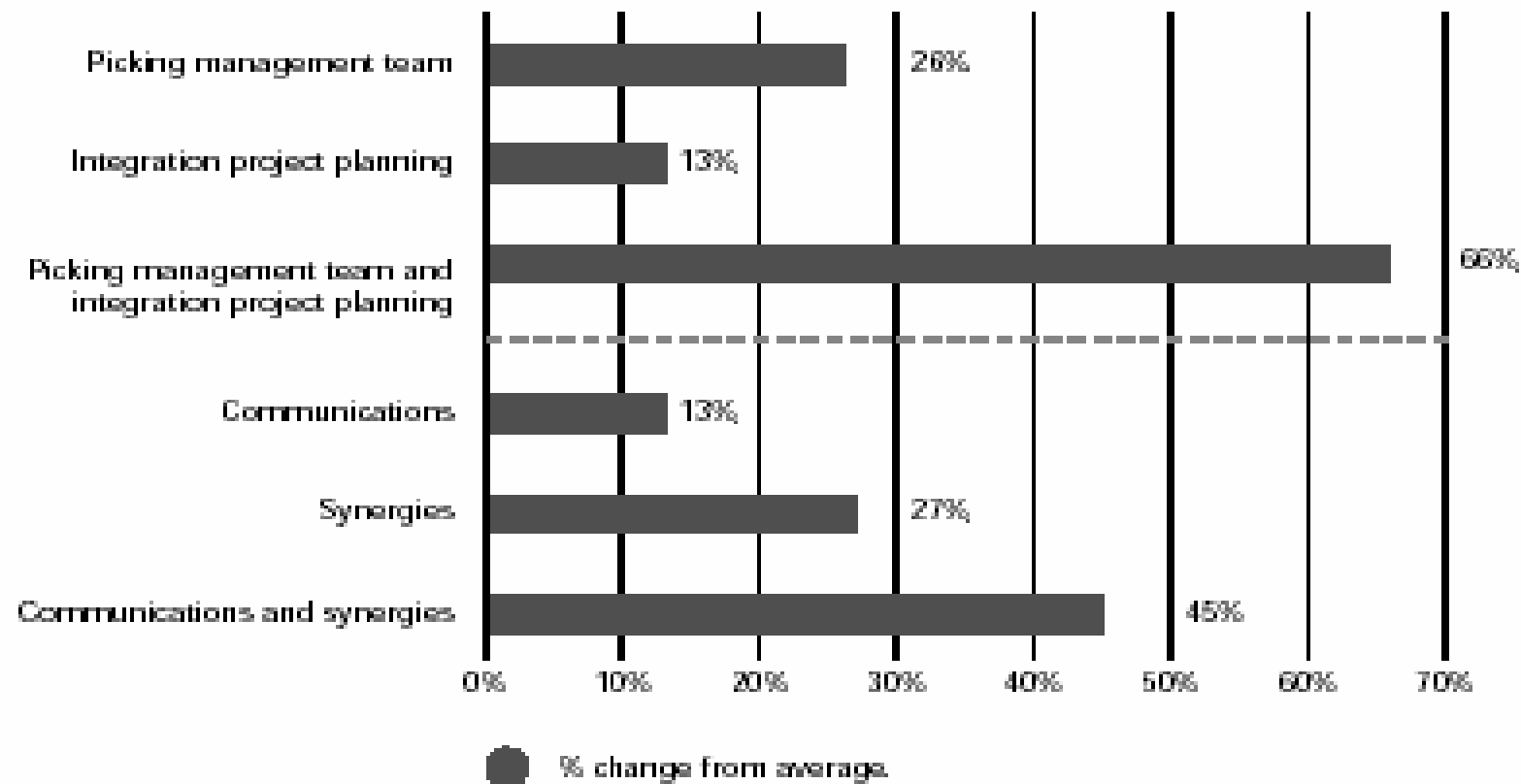
Pozn.: Mezi jednotlivými faktory existují významné závislosti (korelace)

Příklad korelace:

- Zjištěno, že pouze 9 společností, tedy méně než 10% respondentů upřednostnilo při akvizici všechny 3 „soft keys“, čili výběr manažerského týmu, kulturní odlišnosti a komunikaci. Všech 9 akvizic úspěšných.

Závěry výzkumného šetření společnosti KPMG

Figure 8: Success rate of different hard and soft keys



Závěry výzkumného šetření společnosti KPMG

- 2. Ocenění** hodnoty obou společností, její komparace s oceněním synergie (resp. navýšením hodnoty obou společností vlivem jejich spojení) a následné porovnání s průměrným růstem hodnoty podniků v daném odvětví je faktorem, jež **výrazně navyšuje pravděpodobnost úspěchu akvizičního procesu.**

Ocenění - Majetkový přístup

1. Substanční metoda:

- Statická
- na principu reprodukčních cen
- ocenění, vycházející z účetních hodnot, jež jsou **přeceněny** na hodnoty tržní
- Zachován předpoklad nepřetržitého fungování podniku

2. Metoda likvidační hodnoty:

- Předpoklad ukončení činnosti podniku
- Prodej jednotlivých položek aktiv

3. Účetní hodnota čistého obchodního majetku (ČOM)

Ocenění - Srovnávací přístup

- Použitelný tam, kde je k dispozici dostatečné množství údajů o trhu srovnatelných statků
- předpoklad podmínek rozvinutého a dlouhodobého tržního hospodářství
(údaje z burzy, o podobných transakcích, licenční analogie apod.)
- **Omezené použití**
(V podmínkách ČR platí pouze u vybraných titulů obchodovatelných na burze)

Ocenění - Výnosový přístup

- Mezi odbornou veřejností nejvíce uznáván
- Založen na ocenění podniku jako celku z pohledu investora
- Hodnota podniku se odvíjí od budoucích užitků, jež je podnik schopen v budoucnu generovat

- Metoda DCF(diskontovaných peněžních toků)
 - nutný finanční plán
 - preferována

- Metoda Čistých kapitalizovaných výnosů
 - využívá historických dat pro kalkulaci tzv. Trvale odnímatelného výnosu.
 - není nutný finanční plán

Formulace výpočtu při DCF

- Přikládáme se k **metodě DCF** (ocenění založené na diskontování plánovaných peněžních toků z provozní činnosti a investic společnosti korigované o míru zdanění)

Provozní Příjmy před placením úroků a daní

- Daně na Příjmy před placením úroků a daní

+ Změna v odložených daních

= Čistý provozní zisk minus upravené daně

+ Odpisy

+ Úpravy o jiné bezhotovostní položky zahrnuté v Příjmech před placením úroků a daní

= Hrubý peněžní příjem

- Investice do fixních aktiv

+/- změna pracovního kapitálu

- Investice do ostatních čistých aktiv

= Volný provozní hotovostní tok podílníkům i věřitelům Společnosti

Pro verifikaci finančního plánu nutno provést:

- Strategickou analýzu
(tzn. Analýzu vnějšího i vnitřního potenciálu, konkurence, Porterův model 5 konkurenčních sil...)
- Finanční analýzu
(včetně analýzy finančního plánu a jeho srovnání s historickými daty)
- Analýzu makroprostředí

Hodnota vlastního jmění

- **Hodnota vlastního jmění** je poté kalkulována jako suma současných hodnot peněžních toků v provozní fázi a v perpetuitě (going concern). V závěru ocenění jsou odečteny dluhy a naopak přičteny finanční aktiva:
- $$\text{Hodnota vlastního jmění} = \left[\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF}{(r-g)/(1+r)^n} \right] - \text{dluhy} + \text{finanční aktiva}$$
- Kde g je růstem v perpetuitě a r je váženým průměrem nákladů kapitálu (WACC)
- CF v perpetuitě založeno na:

$$\text{EBIT}(\text{poslední rok plánu}) * (1 - \text{daňová sazba}) + \text{průměrná roční změna PK}$$
 (Pozn. : investice = odpisy)

Diskontní sazba

- **$WACC = N_{ck} * CK / K + N_{vk} * (1 - CK / K)$**

- WACC.....vážené náklady celkového kapitálu (ekvivalentní **požadované míře výnosnosti**)
- N_{ck}náklady cizích zdrojů
- N_{vk}náklady vlastního kapitálu
- CK/Kpoměr cizích a celkových zdrojů

Náklady vlastního kapitálu (CAPM)

- $N_{vk} = r_f + [(r_{S\&P500} - r_f)] * \text{Beta}$
- r_f očekávaná výnosnost bezrizikových aktiv (př. Sazba dlouhodobých státních dluhopisů, cca 14- letých)
- $r_{S\&P500}$očekávaná výnosnost akciového trhu jako celku (očekávaná výnosnost tržního indexu S&P500).
- Beta.....míra citlivosti očekávané výnosnosti společnosti v závislosti na očekávané výnosnosti akciového trhu jako celku (viz index S&P 500)

Transformace CAPM pro českou ekonomiku

- $Nvk = rf + [(r_{S\&P500} - rf) + rcz] * Beta + rq + rsp$
- rczpřirážka za riziko země
- rqpřirážka za velikost a tržní kapitalizaci
- rsppřirážka za specifická rizika

Přirážka za tržní riziko

- $Nvk = rf + [(r_{\text{S\&P500}} - rf) + rcz] * \text{Beta} + r_q + r_{sp}$
- mezi výnosností akcií (např. indexu S&P 500) a státními obligacemi (Stocks - T.Bonds) pro období 1928-2004
- Geometrický průměr....4,84 %
- Aritmetický průměr.....7,2%
- V praxi použitelné oba, metodicky správnější aritmetický průměr(=geometrický průměr navýšený o rozptyl).

Přirážka za riziko země

- $Nvk = rf + [(r_{S\&P500} - rf) + \underline{rcz}] * Beta + rq + rsp$

= Globální volatilita akciového trhu ve srovnání s volatilitou dluhopisového trhu * (default spread dané země/10000)

- dlouhodobý rating České republiky A1 - tzv. default spread (80 bps)
- default spread ČR (1,5)
- Přirážka za riziko ČR.....**1,2% p.a.**

Přirážka za tržní kapitalizaci

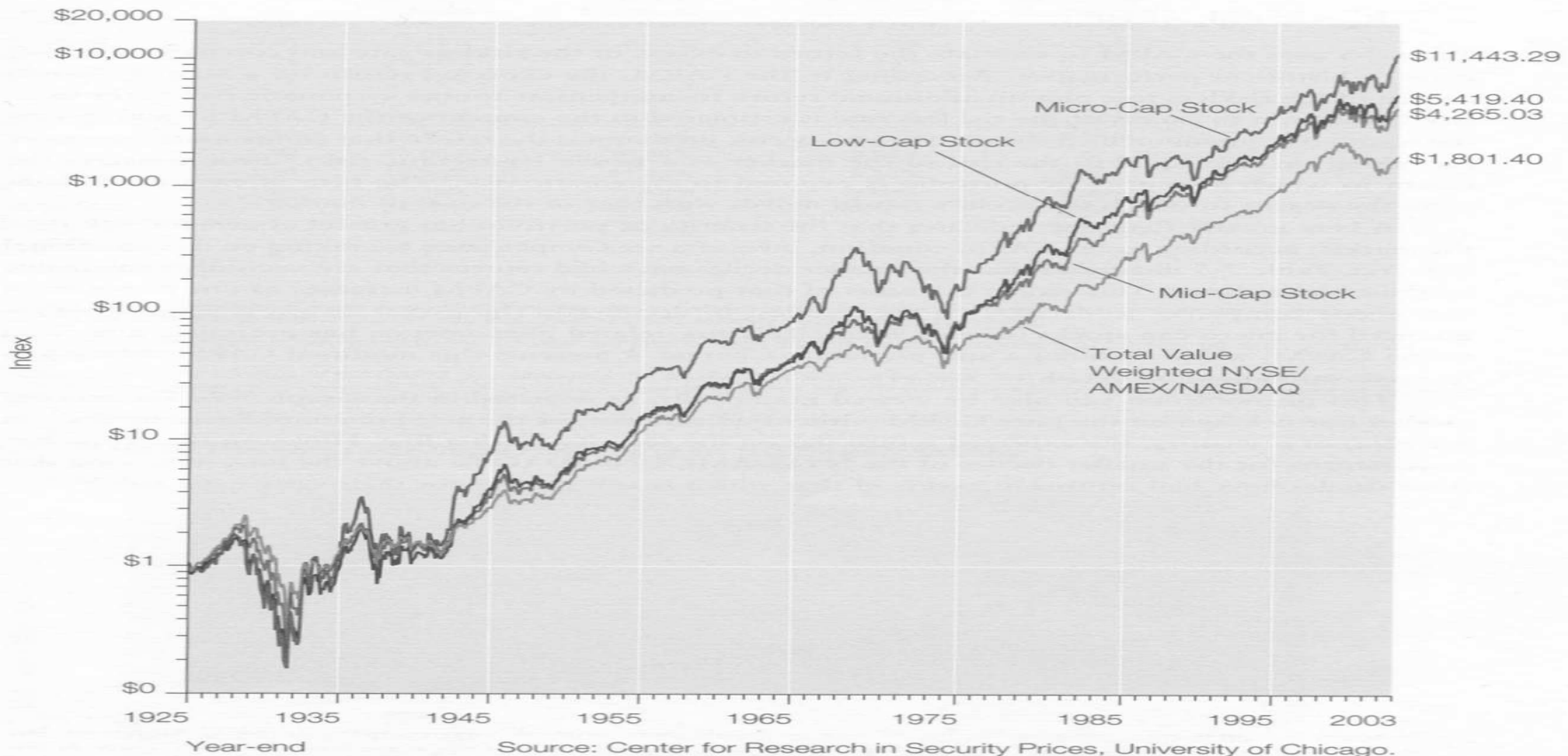
- $Nvk = rf + [(r_{S\&P500} - rf) + rcz] * Beta + \underline{rq} + rsp$
- Založeno na historických datech
- Vztah mezi velikostí firmy a její výnosností:
- ČÍM MENŠÍ SPOLEČNOSTI
- → TÍM VYŠŠÍ RIZIKO PODNIKÁNÍ
- → TÍM VYŠŠÍ DISKONT
- → TÍM NIŽŠÍ OCENĚNÍ

Přirážka za specifická rizika

- $Nvk = rf + [(r_{S\&P500} - rf) + rcz] * Beta + rq + \mathbf{rsp}$
- Přirážka za ostatní rizika plynoucí z podnikatelské činnosti
- veškerá rizika a hrozby související s aktuálním i předpokládaným finančním zdravím podniku (včetně mezipodnikového srovnání)
- V praxi nabývá hodnot 0-5% (prof. Mařík)
- Pro její kalkulaci nutno provést SWOT analýzu podniku a v jejím rámci pak finanční analýzu

Přirážka za tržní kapitalizaci

Graph 7-1
 Size-Decile Portfolios of the NYSE/AMEX/NASDAQ: Wealth Indices of Investments in Mid-, Low-, Micro- and Total Capitalization Stocks
 1925-2003
 Year-end 1925 = \$1.00



Přirážka za tržní kapitalizaci

Decily	Tržní kapit. nejmenší firmy (v mil. \$)	Tržní kapit. největší firmy (v mil. \$)	Přirážka za tržní kapitalizaci
Střed. kapit., 3-5	1 167,04	4 794,03	0,91%
Malá. kapit., 6-8	330,80	1 166,80	1,70%
Mikro. kapit., 9-10	0,33	330,61	4,01%

Kalkulace koeficientu Beta

- $Nvk = rf + [(r_{S\&P500} - rf) + rcz] * \text{Beta} + rq + rsp$
- míra citlivosti nákladů vlastního kapitálu (očekávané výnosnosti) na očekávanou výnosnost akciového trhu jako celku (za předpokladu konstantní bezrizikové výnosnosti)
- $\frac{Cov(RA, RM)}{Var(RM)}$
- koeficient Beta = 1 → rostou/klesají náklady vlastního kapitálu společnosti při dané úrovni bezrizikové výnosnosti rovnoměrně s nárůstem/poklesem očekávané výnosnosti akciového trhu.
- koeficient Beta > 1 → rostou/klesají náklady vlastního kapitálu společnosti při dané úrovni bezrizikové výnosnosti výrazněji než je nárůst/pokles očekávané výnosnosti akciového trhu a naopak

Metody kalkulace koeficientu Beta

- Historická β
- Z historických dat amerického, resp. britského akciového trhu (ostatním trhům přikládán pouze orientační význam)
- Př. Blumeho metoda
- $\beta_1 = 0,371 + 0,635 * \beta_0$
- β_1očekávaná hodnota koeficientu β
- β_0historická β
- **Z dlouhodobého hlediska by koeficienty β všech trhů měly konvergovat k 1.**

Metodické problémy koeficientu β

- Systém řazení společností do jednotlivých odvětví (OKEČ vs US SIC)
→ nutná transformace, jež však generuje značné problémy
- Metodika konstrukce koeficientu β na americkém trhu („Pure play“ přístup a „The full information“ přístup)
- **Data z amerického trhu, transformována pro podmínky české ekonomiky !!!**

„Pure play“ přístup vs „The full“ information přístup

Zkratka	Název společnosti	% -tní podíl tržeb společnosti v daném odvětví na:		
		celkových tržbách společnosti	celkových tržbách odvětví	koefficient Beta Společnosti
APN	Applica, Inc.	100,0%	2,5%	1,54
3HMII	HMI Industrie, Inc.	100,0%	0,1%	-0,04
SFP	Salton, Inc.	100,0%	3,2%	2,3
WHR	Whirlpool Corp.	100,0%	38%	1,02
MYG	Maytag Corp.	94,8%	15,2%	1,72
NPK	National Presto Inds Inc.	86,8%	0,4%	0,33
AOS	Smith (AO) Corp	46,2%	2,3%	0,17
JAH	Jarden Corp.	39,5%	0,5%	0,08
NC	Nacco Industrie- CLA	24,0%	2,1%	0,75
G	Gillette Co	12,5%	3,6%	0,39
GE	General Electric Co.	6,4%	28,9%	1,12
BRK.A	Berkshire Hathaway- CLA	2,1%	3,1%	0,41

Diskontní sazba

DISKONTNÍ FAKTOR	2005	2006	2007	2008	2009	Perpetuita
Bezriziková sazba	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Nezadlužená beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Prémie za tržní riziko	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%
Prémie za riziko země	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%
Prémie za velikost a tržní kapitalizaci	4,01%	4,01%	4,01%	4,01%	4,01%	4,01%
Tržní poměr cizích a celkových zdrojů	37,73%	38,00%	33,37%	38,62%	41,27%	24,59%
Sazba daně z příjmů	26%	24%	24%	24%	24%	24%
Náklady na úročené cizí zdroje	6,04%	6,08%	5,81%	5,90%	5,83%	4,70%
Náklady na vlastní zdroje	13,80%	13,87%	13,51%	13,92%	14,16%	12,95%
WACC	10,28%	10,36%	10,48%	10,28%	10,14%	10,65%

Metodické problémy ocenění - závěr

- Přiměřenost finančního plánu
- Kalkulace koeficientu Beta jako klíčového faktoru diskontní míry při ocenění podniku metodou DCF
- **Objektivní hodnotu podniku skutečně nelze stanovit!!!**

Zdroje publikací

- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- www.ibbotson.com
- SBBI Valuation Edition 2004 Yearbook
- Maříková Pavla, Mařík Miloš – Diskontní míra v oceňování, Vysoká škola ekonomická v Praze, Institut oceňování majetku, 2001
- Synek Miroslav a kolektiv – Manažerská ekonomika, Praha, Grada Publishing, spol.s.r.o., 1996
- Mařík Miloš a kol. – Metody oceňování podniku, Praha, Ekopress s.r.o., 2003
- Mařík M. – Určování hodnoty firem, Praha, Ekopress, 1998
- Tichy G.E. - Oceňování podniku, Praha, Linde Praha, 1991
- Raffegeau J. , Dubois F. - Finanční oceňování podniků, Praha, HZ Praha, 1996
- Šantrůček Jaroslav – Pohledávky, jejich cese a hodnota, Vysoká škola ekonomická v Praze, Institut oceňování majetku, 2000

Kontakty



Ing. Rostislav Čada
r.cada@ace.cz

A&CE

A&CE Consulting, s. r. o.
Ptašínského 4, 602 00 Brno
Tel.: +420 541 594 259, fax.: +420 541 594 260
obchod@ace.cz