

Ocenění soukromých (neveřejných) společností:

Veřejné vs. Soukromé společnosti: Rozdíly

Soukromé společnosti	Veřejné společnosti
Méně vyzrálé	V pozdější fázi životního cyklu
Menší → ↑ risk → ↑ risk premiums	Větší, přístup k soukromým zdrojům pro financování
Manažeři mají významnou vlastnickou pozici	Externí držba společnosti akcionáři
Kvalita řízení: záleží, ale ↓ kvalita	Kvalita řízení: Větší kvalita

Veřejné vs. Soukromé společnosti: Rozdíly

Soukromé společnosti	Veřejné společnosti
Nižší kvalita zveřejňovaných informací → ↑ risk & ↓ ocenění	↑ Tlak na včasné a kvalitní informace
Akcionáři jsou zaměřeni na dlouhodobý horizont	Větší tlak na krátkodobý výkon
Větší tlak na daňový management	Menší tlak na daňový management

Veřejné vs. Soukromé společnosti: Rozdíly (Stock-Specific Differences)

Soukromé společnosti	Veřejné společnosti
Akcie jsou méně likvidní → diskont za likviditu	Větší počet akcionářů
Koncentrace na kontrolu společnosti	Rozptýlení vlastnictví, kontroly a řízení společnosti
Možné restriktce uvalené na prodej akcií	Veřejný trh s akciemi

Důvody pro ocenění soukromých společností

Z důvodů obchodu

Soukromé
financování

IPOs

Fúze/ Akvizice

Bankroty

Kompenzace

Z důvodů dodržování informačních povinností

Finanční reportování

Daně

Z důvodu soudních sporů

Škody

Ztráta zisku

Spory akcionářů

Definice “Hodnota”

Fair Market Value

- Daň

Market Value

- Cena realit a hmotných aktiv

Fair Value

- Finanční zprávy a škody
- IFRS, U.S. GAAP

Investment Value

- Prodej soukromých společností

Intrinsic Value

- Investiční analýza

Přístupy k ocenění soukromých společností

Důchodový přístup

- PV očekávaných CF nebo důchodů

Tržní přístup

- Na základě relativních (poměrových) hodnot podobných společností

Asset-Based Přístup

- Na základě hodnoty tzv. čistých aktiv (aktiva minus závazky)

Normalizované zisky



Normalizace zisku

Příklad	Přizpůsobení
Plat CEO je \$1,200,000. Analytici usuzují na tržní hodnotu platu na úrovni \$800,000.	Snížení administrativních nákladů o \$400,000.
Společnost pronajímá sklad rodinnému příslušníkovi za \$200,000/rok. Tržní cena pronájmu je \$300,000.	Zvýšení příjmů o \$100,000.
Společnost vlastní budovu s ročními náklady \$90,000 a odpisovými náklady \$15,000. Budova není důležitá pro činnost podniku.	Snížení SG&A nákladů o \$90,000. Snížení odpisových nákladů o \$15,000.
Společnost může být zakoupena strategickým kupcem A, který očekává synergické omezení nákladů o \$230,000 (strategická transakce). Nebo kupujícím B, který je pouze finančním kupujícím (finanční transakce).	Snížení SG&A nákladů o \$230,000 v případě výpočtu normalizovaného zisku pro kupujícího A, ale ne pro kupujícího B.

John Smith is the sole shareholder and CEO of Able Manufacturing, Inc. Smith has put Able up for sale in advance of his retirement. James Duvall, a manager in the corporate venturing unit of a public company, is evaluating the purchase of Able. Duvall notes the following facts affecting the most recent fiscal year's reported results:

- Smith's compensation for the year was \$1.5 million. Duvall's executive compensation consultant believes a normalized compensation expense of \$500,000 for a CEO of a company like Able is appropriate. Compensation is included in selling, general, and administrative expenses (SG&A).
- Certain corporate assets including ranch property and a condominium are in Duvall's judgment not required for the core operations of the company. Fiscal year expenses associated with the ranch and condominium were \$400,000, including \$300,000 of such operating expenses as property upkeep, property taxes, and insurance reflected in SG&A expenses, and depreciation expense of \$100,000. All other asset balances (including cash) are believed to be at normal levels required to support current operations.
- Able's debt balance of \$2,000,000 (interest rate of 7.5 percent) was lower than the optimal level of debt expected for the company. As reported interest expense did not reflect an optimal charge, Duvall believes the use of an earnings figure that excludes interest expense altogether, specifically operating income after taxes, will facilitate the assessment of Able.

Duvall uses the reported income statement to show the derivation of reported operating income after taxes, as given below.

Able Manufacturing, Inc.	
Operating Income after Taxes	
As of 31 December 2013	As Reported
Revenues	\$50,000,000
Cost of goods sold	<u>30,000,000</u>
Gross profit	20,000,000
Selling, general, and admin. expenses	<u>5,000,000</u>
EBITDA	15,000,000
Depreciation and amortization	<u>1,000,000</u>
Earnings before interest and taxes	14,000,000
Pro forma taxes (at 40.0 percent)	<u>5,600,000</u>
Operating income after taxes	<u>\$8,400,000</u>

1. Identify the adjustments that Duvall would make to reported financials to estimate normalized operating income after taxes; that is, what the operating income after taxes would have been under ownership by Duvall's unit.
2. Based on your answer to Part 1, construct a pro forma statement of normalized operating income after taxes for Able.

Solution to 1: First, SG&A should be reduced by $\$1,500,000 - \$500,000 = \$1,000,000$ to reflect the expected level of salary expense under professional management at a market rate of compensation. Second, the ranch and condominium are nonoperating assets—they are not needed to generate revenues—so expense items should be adjusted to reflect their removal (e.g., through a sale). Two income statement lines are affected: SG&A expenses should be reduced by \$300,000 and depreciation and amortization reduced by \$100,000.

Solution to 2: The pro forma statement of normalized operating income after taxes would be:

Able Manufacturing, Inc.
Pro Forma Normalized Operating Income after Taxes

As of 31 December 2013	Pro Forma
Revenues	\$50,000,000
Cost of goods sold	<u>30,000,000</u>
Gross profit	20,000,000
Selling, general, and admin. expenses	<u>3,700,000</u>
EBITDA	16,300,000
Depreciation and amortization	<u>900,000</u>
Earnings before interest and taxes	15,400,000
Pro forma taxes (at 40.0 percent)	<u>6,160,000</u>
Operating income after taxes	<u>\$9,240,000</u>

Cash Flow odhady

Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

- Začít s NI

Free Cash Flow to Equity (FCFE)

- Začít s FCFF
- Odečíst zdaněné úroková náklady
- Přidat zpět čisté výpůjčky

Duvall, the manager of the corporate venturing unit introduced in Example 1, has decided to make a bid for Able Manufacturing. Duvall has decided to use an income approach to value Able. As stated in Example 1, Able's debt is \$2,000,000. Considering the nature of Able's business, its size, and the financial leverage used by competitors, Duvall has concluded that Able has a low level of debt relative to its capacity and that it will be optimal to increase its debt if Duvall's unit succeeds in purchasing Able. Because of that anticipated change in leverage, Duvall has decided to use an FCFF approach rather than FCFE to value Able.

Based on available information, Duvall makes the following assumptions:

- Long-term growth of revenues and after-tax operating income is 3 percent annually.
- The gross profit margin will remain at 40 percent.
- Depreciation will remain at 1.8 percent of sales.
- SG&A expenses can be maintained at the prior year's level of \$3,700,000 at least for two years.
- Working capital equal to 10 percent of revenues is required (e.g., if the increase in revenues is \$X from the prior year, additional working capital of $0.10 \times \$X$ would be needed).
- Capital expenditures are expected to equal projected depreciation expense (to support current operations) plus 5 percent of incremental revenues (to support future growth).

Able Manufacturing, Inc.
Calculation of Next Year's Projected Free Cash Flow to Firm

Revenues ($\$50,000,000 \times 1.03 =$)	\$51,500,000
Cost of goods sold ($0.60 \times$ Revenues =)	30,900,000
Gross profit (Revenue – Cost of goods sold =)	20,600,000
SG&A expenses (maintained at 2013 level)	3,700,000
Pro forma EBITDA	16,900,000
Deprec. and amort. ($0.018 \times \$51,500,000 =$)	927,000
Pro forma earnings before interest and taxes	15,973,000
Pro forma taxes on EBIT (at 40.0 percent)	6,389,200
Operating income after tax	9,583,800
Plus: Depreciation and amortization	927,000
Less: Capital expenditures ^a	1,002,000
Less: Increase in working capital ^b	150,000
Free cash flow to firm	\$9,358,800

^a As explained in text, $\$927,000 + 0.05(\$1,500,000)$.

^b $0.10(\$51,500,000 - \$50,000,000)$.

Důchodový přístup: Tři metody

- Free Cash Flow
 - Založena na PV budoucích očekávaných CF a konečné hodnotě, s využitím rizikově přizpůsobeným diskontním faktorem
- Capitalized Cash Flow
 - Založeno na jednom odhadu ekonomických výnosů, poděleno vhodnou úrokovou sazbou
- Residual Income (Nadvýnos)
 - Založeno na odhadu nehmotných aktiv (cca RI), WC a fixních aktiv

Metoda kapitalizovaného Cash Flow

$$V_f = \text{FCFF}_1 / (\text{WACC} - g_f)$$

- V_f = Hodnota společnosti
- FCFF_1 = Free cash flow pro následujících 12 měsíců
- WACC = Weighted average cost of capital
- g_f = Udržitelná míra růstu FCFF

$$V_e = \text{FCFE}_1 / (r - g_f)$$

- r = požadovaná výnosová míra
- g = Udržitelná míra růstu FCFE

RI metoda

- **Residual income =**
 - Normalizované zisky – (výnos WC) – (výnos fixních aktiv)
- **Hodnota nehmotných aktiv =**
$$\frac{RI \times (1 + g)}{r - g}$$
- **Hodnota společnosti=**
 - Working capital + Fixní aktiva + Nehmotná aktiva

RI metoda

Working capital	\$400,000
Fixní aktiva	\$1,600,000
Normalizované zisky	\$225,000
Požadovaná výnosová míra z WC	5%
Požadovaná výnosová míra fixních aktiv	12%
Míra růstu RI	3%
Diskontní faktor pro nehmotná aktiva	18%

RI metoda

1. Výnos/ náklad na pracovní kapitál = $5\% \times \$400,000 = \$20,000$
2. Výnos/ náklad na fixních aktiva = $12\% \times \$1,600,000 = \$192,000$
3. Residual income = $\$225,000 - \$20,000 - \$192,000 = \$13,000$
4. Hodnota nehmotných aktiv = $(\$13,000 \times 1.03) / (0.18 - 0.03) = \$89,267$
5. Hodnota společnosti = $\$400,000 + \$1,600,000 + \$89,267 = \$2,089,267$

Problémy s odhadem diskontního faktoru

Size Premiums

- Pozitivní dopad

Náklady dluhu

- Omezené možnosti získání dluhového zdroje → růst nákladů
- Vyšší provozní riziko → růst nákladů

Diskontní faktor v kontextu akvizice/ fúze

- Konzistentní s CF nikoli s náklady kapitálu kupujícího

Nejistota spojená s budoucím CF

Fáze životního cyklu

- Problémy v první fázi, specifická firemní rizika

Modely pro stanovení požadované výnosové míry

CAPM

R_f

B_i (equity risk premium)

Rozšířený CAPM

R_f

B_i (equity risk premium)

Prémie za velikost

Firemně-specifická rizika

Build-Up přístup

R_f

Equity risk premium

Prémie za velikost

Firemně-specifická rizika

Prémie za riziko oboru

Příklad

Risk-free rate	1.00 %
Equity risk premium	6.00 %
Beta	1.50 %
Prémie za velikost	4.00 %
Firemně-specifické riziko	1.50 %
Prémie za riziko oboru	1.20 %

Example: Required Return Models

CAPM

1.00%

1.50(6%)

= 10.00%

Rozšířený CAPM

1.00%

1.50(6%)

4.00%

1.50%

= 15.50%

Build-Up přístup

1.00%

6.00%

4.00%

1.50%

1.20%

=13.70%

Tržní přístup: Tři metody

Návod přes veřejné společnosti

- Založeno na relativních hodnotách veřejných společností

Návod přes transakce

- Založeno na cenových ukazatelích obdobných společností

Prior Transaction Metoda

- Na aktuální transakcích s akciemi soukromé společnosti

Návod přes veřejné společnosti

Identifikovat skupinu porovnatelných veřejných společností

Odvození cenových násobků

Přizpůsobení na základě rizika i růstového potenciálu

EXAMPLE 5 Valuation Using Guideline Public Company Method

Duvall decides to use the GPCM to develop a value indication for Able that is independent of the FCF indication he is also pursuing. Duvall believes that many acquirors apply a multiple of market value of invested capital to EBITDA to value companies in Able's industry. A search for comparable public companies indicated several companies that might serve as guidelines or benchmarks for valuing Able; however, all of these were much larger than Able. Duvall's research on guideline public companies indicates the following:

- The MVIC to EBITDA multiples of such public companies averages 7.0.
 - A combined downward adjustment of 15 percent for relative risk and growth characteristics of Able compared with the guideline public companies suggests an adjusted MVIC to EBITDA multiple of 5.95, rounded to 6, for Able.
 - A control premium of 20 percent was reported in a single strategic acquisition from several years ago. The transaction involved an exchange of stock with no cash consideration paid.
 - Duvall is not aware of any strategic buyers that might incorporate synergies into their valuation of Able.
 - Normalized EBITDA is \$16,900,000.
 - Market value of debt capital is \$2,000,000.
2. Calculate the pricing multiple appropriate for Able including a control premium adjustment.
 3. Calculate the value of Able using the guideline public company method.

Solution to 2: Considering the absence of any strategic buyers, in the present instance a control premium of 0 percent is a reasonable baseline. There was a single strategic transaction for the acquisition of a public company several years prior to the acquisition. The age of the transaction, however, creates concern regarding the relevance of the indicated control premium.

Based on the information provided, the MVIC to EBITDA multiple for Able can be taken to approximately 6, reflecting no control premium adjustment.

Able Manufacturing, Inc.
Development of Pricing Multiple
for Guideline Public Company Method

Initial MVIC to EBITDA from public companies		7.0
Relative risk and growth adjustment for Able	-15%	(1.05)
Multiple before control adjustment		5.95
Control premium adjustment*	0%	0
Multiple after control adjustment		5.95
Rounded to		6.0

Solution to 3:

Able Manufacturing, Inc.	
Valuation Using Guideline Public Company Method	
Normalized EBITDA	\$16,900,000
Pricing multiple	<u>6.0</u>
Indicated value of invested capital	101,400,000
Less: Debt capital	<u>2,000,000</u>
Indicated value of equity	<u>\$99,400,000</u>

Návod přes transakce

Relevantní pro ocenění získání kontrolní pozice ve společnosti

Informace o transakcích jsou získána z dokumentů protistran nebo určité databáze

CO musí být bráno do úvahy

- Synergie
- Podmínky
- Nehotovostní položky
- Dostupnost transakcí

EXAMPLE 6 Valuation Using Guideline Transactions Method

In addition to the income approach and the guideline public company method, the guideline transactions method was considered and applied. Duvall and his advisers noted:

- Pricing multiples from several recent acquisitions of private companies in the industry indicated a MVIC to EBITDA multiple of 6.0.
 - Several of the acquisitions studied were viewed as similar to Able because of similar revenue bases and limited diversification. The overall risk and growth characteristics of the acquired companies and Able were viewed as similar.
-
3. Calculate the pricing multiple appropriate for Able.
 4. Calculate the value of Able using the guideline transactions method.

Solution to 2: The pricing multiples from acquisitions are the basis for the pricing multiple. The risk and growth prospects of the acquired companies and the subject private company are assessed, and an adjustment factor is applied. As the multiples reflect acquisitions of total equity, they reflect the value of total equity. No control premium adjustment is necessary.

Solution to 3: Calculation of the initial pricing multiple follows:

Able Manufacturing, Inc. Development of Pricing Multiple for Guideline Transactions Method		
Initial MVIC to EBITDA from transactions		6.0
Relative risk and growth adjustment for Able	0%	<u>0.0</u>
Indicated multiple		<u>6.0</u>
Rounded to		6.0

Solution to 4: Valuation using the guideline transactions method is similar to that from the guideline public company method except any control premium is already incorporated in the transaction multiple.

Able Manufacturing, Inc. Guideline Transactions Method	
EBITDA	\$16,900,000
Pricing multiple	<u>6.0</u>
Indicated value of invested capital	101,400,000
Less: Debt capital	<u>2,000,000</u>
Indicated value of equity	<u>\$99,400,000</u>

Prior Transaction Metoda

Základní principy

- Založeno na aktuálních transakcích s akcemi společnosti
- Založeno na cenách nebo cenových násobcích

Výhody

- Nej kvalitnější přístup k ocenění

Nevýhoda

- Málo spolehlivá metoda, pokud jsou transakce málo časté

Příklad

Tržní hodnota dluhu	\$6,800,000.00
Normalizovaná EBITDA	\$28,000,000.00
Průměrné MVIC/EBITDA multiple	9.00
Prémie za získání kontroly založeno na minulé transakci (podobná transakce)	20.00%
Diskont za vyšší riziko	18.00%

Příklad

Veřejný cenový násobek bude snížen na 18 percent

- Jelikož vzrostlo riziko soukromé společnosti

Pokud je nakupující strategický partner

- Prémie za kontrolu je připočítána

Pokud není nakupující strategický partner

- Prémie za kontrolu není připočítána

Příklad

Rizikové přizpůsobení: $9.0 \times (1 - 0.18) = 7.4$

Prémie za kontrolu: $7.4 \times (1 + 0.20) = 8.9$

Hodnota společnosti: $8.9 \times \$28,000,000 = \$249,200,000$

Hodnota akciového kapitálu: $\$249,200,000 - \$6,800,000 =$
 $\$242,400,000$

Příklad: nestrategický partner

Rizikové přizpůsobení: $9.0 \times (1 - 0.18) = 7.4$

Kontrolní prémie není aplikována

Hodnota společnosti: $7.4 \times \$28,000,000 = \$207,200,000$

Hodnota akciového kapitálu: $\$207,200,000 - \$6,800,000 = \$200,400,000$

Asset-Based přístup

Základní princip

- Hodnota odpovídá fair value aktiv – fair value závazků

Málo kdy aplikováno na společnost, které budou pokračovat ve své činnosti

- Problémy v ocenění
 - Nehmotná aktiva
 - Speciální užití hmotných aktiv
 - Individuální aktiva

Nejvhodnější pro

- Firmy s vztahem k nerostným zdrojům
- Společnosti finančních služeb
- Investiční společnosti
- Malé společnosti s malou hodnotou nehmotných aktiv

Ocenění Diskont/prémie

Diskont

Nedostatek kontroly/ Lack of Control Discount (DLOC)

- $DLOC = 1 - [1/(1 + \text{Control premium})]$

Nedostatek marketability/ Lack of Marketability Discount (DLOM)

- V případě ocenění společnosti, kdy nepřechází kontrolní podíl

Diskonty

DLOC 20 procent & DLOM 16 procent

$$\text{Total discount} = 1 - [(1 - \text{DLOC})(1 - \text{DLOM})]$$

$$\text{Total discount} = 1 - [(1 - 0.20)(1 - 0.16)] = 32.8\%$$

EXAMPLE 8 Application of Valuation Discounts

Suppose that Jane Doe owns 10 percent of the stock of Able, and that the remaining 90 percent is held by CEO John Smith. Smith is interested in selling Able to a third party. Smith advised Doe that if Able isn't sold he has no reason to purchase Doe's 10 percent interest. Assume the following:

- Valuation discounts assuming imminent transaction:
 - Lack of control discount = 0 percent.
 - Lack of marketability discount = 5 percent.
- Valuation discounts assuming continued operation as a private company:
 - Lack of control discount: incorporated through use of reported earnings rather than normalized earnings.
 - Lack of marketability discount = 25 percent.
- Indicated value of equity in operations:
 - \$96,000,000 in sale scenario.
 - \$80,000,000 in “stay private scenario.”⁴⁴

1. Discuss the relevance of valuation discounts assuming an imminent sale of Able.
2. Explain which estimate of equity value should be used and calculate the value of Doe's equity interest in Able assuming a sale is likely.
3. Discuss the relevance of valuation discounts assuming Able continues as a private company.
4. Explain which estimate of equity value should be used and calculate the value of Doe's equity interest assuming Able continues as a private company.
5. Contrast the valuation conclusions and discuss factors that contribute to the difference in the concluded values.

Solution to 2: If a sale is viewed as highly likely, the \$96,000,000 equity value would be appropriate. This equity value uses normalized earnings and a discount rate based on an optimal capital structure in the calculation of the capitalization rate applied to earnings.

Able Manufacturing, Inc.
Valuation of Doe's 10 Percent Equity Interest
Sale of Company Viewed as Highly Likely

Indicated value of equity in operations	\$96,000,000
Interest appraised	10%
Pro rata value of 10 percent equity interest	<u>9,600,000</u>
Less: Lack of control discount of 0 percent	0
Value assuming ready marketability	<u>9,600,000</u>
Less: Lack of marketability discount of 5 percent	<u>480,000</u>
Indicated value of Doe's 10 percent equity interest	<u>\$9,120,000</u>

Solution to 4: If continuing as a private company is viewed as highly likely, the \$80,000,000 equity value would be appropriate. This equity value uses reported earnings and a discount rate based on the actual capital structure (not optimal) in the calculation of the capitalization rate applied to earnings.

Able Manufacturing, Inc.
Valuation of Doe's 10 Percent Equity Interest
Continued Operation as a Private Company Likely

Indicated value of equity in operations	\$80,000,000
Interest appraised	10%
Pro rata value of 10% equity interest	8,000,000
Less: Lack of control discount*	0
Value assuming ready marketability	8,000,000
Less: Lack of marketability discount of 25%	2,000,000
Indicated value of Doe's 10% equity interest	\$6,000,000

*As noted in the example, the impact on the value of the 10 percent equity interest was assumed to be captured in the use of reported rather than normalized earnings. The actual capital structure was also used rather than the optimal capital structure. A wide range of practice exists in the treatment of the lack of control for a minority equity interest in a private firm.

Shrnutí

Rozdíly mezi veřejnou a soukromou společností

- Specifika společnosti
- Specifika aktiv

Důvody pro ocenění soukromých společností

- Transakce
- Zprávy (finanční zprávy, daně)
- spory

Definice hodnoty

- Fair market
- Tržní hodnota
- Investiční hodnota
- Vnitřní hodnota