

# 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.

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

<sup>a</sup> As explained in text,  $\$927,000 + 0.05(\$1,500,000)$ .

<sup>b</sup>  $0.10(\$51,500,000 - \$50,000,000)$ .

# 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
- $\text{FCFF}_1$  = 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 =** 
$$\frac{\text{RI} \times (1 + g)}{r - g}$$
- **Hodnota společnosti=**
  - Working capital + Fixní aktiva + Nehmotná aktiva

# RI metoda

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



# 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

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

# 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

# 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



# 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

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

# 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 & DL0M 16 procent

$$\text{Total discount} = 1 - [(1 - \text{DLOC})(1 - \text{DL0M})]$$

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



## 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.”<sup>44</sup>

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	480,000
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