

Prípadová štúdia: STANOVENIE HODNOTY PODNIKU

Stanovenie hodnoty podniku je zložitý problém z viacerých dôvodov:

- Každý podnik je svojou podstatou **jedinečný** a ťažko ho možno porovnať s iným podnikom hoci aj v tom istom obore podnikania. Nejestvuje teda hromadná ponuka a dopyt, ktoré by vytvárali trhovú cenu.
- Hodnota podniku je spravidla väčšia ako súčet hodnôt jednotlivých častí jeho majetku (vzniká tzv. **synergický efekt**).
- Pri ohodnocovaní podniku treba zohľadňovať nielen súčasnú (reálnu) hodnotu majetku, ale aj jeho **výnosový potenciál** a **perspektívy rozvoja**.
- Na proces ohodnocovania pôsobí aj **subjektívny faktor** – znalec, ktorý ocenenie vykonáva.

Oceňovať podnik môžeme z viacerých dôvodov: z dôvodu zmeny vlastníckych vzťahov (kúpa či predaj podniku alebo jeho častí), v súvislosti s fúziami alebo rozdelením podniku, zmeny právnej formy, v súvislosti s poskytovaním úveru alebo potrebou ohodnotenia výkonnosti podniku.

Ocenenie podniku je klasickou vnútornou potrebou pre zabezpečenie dostatočnej informovanosti manažérov a vlastníkov o stave podniku.

V prípade, ak podnik je obchodovaný na kapitálových trhoch, jeho cena vychádza z očakávania tohto trhu a je známa. Prostredníctvom ceny akcií tak dochádza k priebežnému hodnoteniu jeho vývoja. Pre ostatné podniky, ktoré nie sú obchodované na verejných trhoch, však trhovú hodnotu dostupnú nie je a musíme použiť vybrané metódy k zisteniu ich hodnoty.

Cieľom procesu ohodnocovania je teda stanovenie **hodnoty (ceny) posudzovaného podniku**. Je treba uviesť, že ekonomická teória tieto dva pojmy presne rozlišuje, my však budeme pojem hodnota a cena používať trochu v širšom kontexte.

Ekonomická teória rozlišuje:

- **Hodnota** je subjektívne vnímanie minulých súčasných a budúcich úžitkov, ktoré prináša konkrétny nositeľ (osobnosť znalca, výber metódy ohodnotenia ap.).
- **Cena** je výsledkom dohody kupujúceho a predávajúceho a predstavuje sumu, ktorá bude ekvivalentom hodnoty (hodnoty vyjadrenej v peniazoch).

Pri stanovení hodnoty prioritné hľadisko zohráva hodnota a nie cena.

METÓDY STANOVENIA HODNOTY PODNIKU

Súčasná podniková prax umožňuje využívať pre stanovenie hodnoty podniku rozličné metódy. Výhodiskom každej metódy je istý princíp, ktorý sa sleduje procesom ohodnocovania:

- **majetkový** – hodnota podniku je založená na stanovení **súčasnej/účtovnej/trhovej hodnoty majetku**,
- **výnosový** – hodnota podniku sa odvíja od **budúcich výnosov** (dividend, voľného cash flow, diskontovaného cash flow a pod.),
- **trhový** – hodnota podniku je determinovaná **trhovými podmienkami** (hodnotou porovnateľných podnikov, hodnotou posledného odpredaja podniku v odvetví, hodnotou porovnateľných transakcií ap.),
- **kombinovaný** – hodnota podniku je ovplyvnená **výsledkami výnosovej** a súčasne **aj majetkovej metódy** pri zohľadnení váhy vplyvu príslušnej metódy.

Súhrnný prehľad používaných metód poskytuje tabuľka 1.

Tabuľka 1 Metódy stanovenia hodnoty podniku

Majetkové metódy	Metódy orientované na toky	Kombinované metódy	Relatívne metódy	Opčné metódy
Účtovná metóda Substančná metóda - s reprodukčnými cenami -s cenami likvidácie	Výnosová metóda - s konštantnými ziskami - s variabilnými ziskami Dividendová metóda - s konštantnou dividendou - s variabilnou dividendou Metóda diskontovaného free cash flow - s konštantným free cash flow - s variabilným free cash flow	Metóda priemernej hodnoty - nevážený priemer - vážený priemer Metóda nadzisku -s konštantným nadziskom -s variabilným nadziskom Metóda ekonomickej pridanej hodnoty	Metóda multiplikátorov - čistý výnos - cash flow - podnikový zisk - čistý zisk Metóda porovnávania - čistý výnos - cash flow - podnikový zisk - čistý zisk - účtovná hodnota Metóda porovnateľných transakcií Metóda porovnávania zákazníkov	Vlastný kapitál ako kúpna opcia Zohľadnenie strategických potenciálov

V ďalšom texte si podrobnejšie ukážeme výnosovú metódu – metódu diskontovaného free cash flow a kombinovanú metódu na báze EVA.

a) Metóda diskontovaného voľného (free) cash flow

Hodnota dnes sa vždy rovná budúcemu peňažnému toku diskontovaného alternatívnym nákladom. Ako už vieme, použitá miera diskontovania by mala odrážať náklady alternatívnych príležitostí tých, ktorí poskytujú kapitál.

Je však potrebné definovať, čo je obsahom peňažného toku, odhadnúť jeho výšku a stanoviť diskontnú sadzbu.

Východiskom pre použitie metódy je stanovenie tzv. *voľného cash flow* (disponibilného peňažného príjmu). Už ho poznáme - možno ho definovať aj tak, že sú to peňažné prostriedky, ktoré je možné v podniku uvoľniť bez toho, aby sa narušila jeho výkonnosť. Vychádzajúc z NOPAT-u kvantifikuje sa podľa nasledujúcej schémy:

NOPAT

- + Odpisy
- = **Prevádzkové cash flow** (cash flow netto)
- + Zmeny čistého pracovného kapitálu
- Investície
- = **Voľný (free) cash flow** (pre vlastníkov a veriteľov)

Budúce obdobie je možné rozdeliť do dvoch fáz. *Prvá fáza* zahŕňa obdobie, pre ktoré je oceňovateľ schopný vypracovať prognózu peňažného toku pre jednotlivé roky. Je to teda obdobie, na ktorý má podnik zostavený finančný plán. *Druhá fáza* potom obsahuje zostatok časového horizontu od konca prvej fázy do nekonečna.

Pri použití štandardnej dvojfázovej metódy môžeme hodnotu podniku celkom (H) určiť pomocou vzťahu:

$$H = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{FCF_S}{i} \times (1+i)^{-k} \quad (1)$$

kde:

- FCF_t = free cash flow v jednotlivých rokoch
 i = diskontná sadzba (kalkulovaná úroková miera)
 k = dĺžka prvej fázy v rokoch
 FCF_S = stále free cash flow prognózované na obdobie druhej fázy

$$\frac{FCF_S}{i} = \text{pokračujúca hodnota, resp. } \frac{FCF_S}{i-g} \quad (2)$$

kde:

- g = predpokladané tempo rastu voľného peňažného toku počas druhej fázy (napr. g = 0).

Použitie dvojfázovej metódy predpokladá, že sme schopní odhadnúť výšku peňažných tokov po plánovom období (druhá fáza). Je to možné za predpokladu, že budeme uvažovať napr. so stabilnou ziskovou maržou, stabilnou výnosnosťou investícií, rentabilitou vloženého kapitálu a ďalších parametrov a s odhadom rastu podniku. Pokračujúca hodnota má často vysoký podiel na celkovej hodnote, niekedy sa uvádza až 80 %. Jej odhad môže teda významne ovplyvniť vypočítanú hodnotu podniku. Výsledkom výpočtu je *celková hodnota podniku*, t.j. vlastného a cudzieho kapitálu (tzv. metóda „entity“). Z cudzieho kapitálu je však započítaný len úročený cudzí kapitál. Hodnota celkového kapitálu je určená z voľného peňažného toku, ktorý zahŕňa ako platby za vlastný, tak i za cudzí kapitál. Voľný peňažný tok diskontujeme priemernými nákladmi na kapitál. *Hodnotu vlastného kapitálu* potom získame tak, že celkovú hodnotu podniku znížime o hodnotu cudzieho kapitálu. Je možné tiež použiť metódu „equity“, kedy diskontujeme peňažné toky pre vlastníkov podniku s využitím nákladov na vlastný kapitál ako diskontnej sadzby. Výsledkom je priamo hodnota vlastného kapitálu.

Prípadová štúdia 1:

Stanovte hodnotu nábytkárskeho podniku k 01. 01. 2020 podľa metódy DFCF na základe údajov uvedených v tabuľke:

Rok	2020	2021	2022	2023	2024	2. fáza
Majetok na začiatku obdobia	320	574	705	730	734	-
Investície	398	307	208	188	184	-
Odpisy	144	176	183	184	184	-
Majetok na konci obdobia	574	705	730	734	734	-
Zisk (NOPAT)	90	100	110	130	70	-
+ odpisy	144	176	183	184	184	-
- investície	- 398	- 307	- 208	- 188	- 184	-
Voľné cash flow (FCF)	- 164	- 31	85	126	70	70
Pokračujúca hodnota	-	-	-	-	-	700

Štruktúra kapitálu podniku je nasledovná:

- *Vlastný kapitál* 220 tis. €
- *Cudzí kapitál* 100 tis. €
- *Investovaný kapitál* 320 tis. €

Odhad priemerných nákladov na kapitál je 10 %, odpisy predstavujú približne 20 % z investovaného kapitálu. Čistý pracovný kapitál pre jednoduchosť neuvažujeme. Vývoj zisku (NOPAT) a investícií pre plánové obdobie je uvedený v tabuľke, pre ďalšie obdobie počítajme s hodnotou na úrovni posledného roku plánu.

Riešenie (čiastkové výsledky sú zaokrúhľované na celé tisícky):

1. fáza je tvorená obdobím, pre ktoré máme vypracovaný plán peňažných tokov pre jednotlivé roky – v našom prípade roky 2020 – 2024.

$$H_{1.fáza} = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+i)^t} = \frac{-164}{(1+0,1)^1} + \frac{-31}{(1+0,1)^2} + \frac{85}{(1+0,1)^3} + \frac{126}{(1+0,1)^4} + \frac{70}{(1+0,1)^5} = 19\,000 \text{ €}$$

2. fáza je tvorená odhadom FCF **bez časového obmedzenia**. Hodnotu podniku pre toto obdobie vypočítame ako perpetuitu, ktorú prevedieme na súčasnú hodnotu.

$$H_{2.fáza} = \frac{FCF_S}{i} \times (1+i)^{-k} = \frac{70}{0,10} \times (1+0,10)^{-5} = 435\,000 \text{ €}$$

Hodnotu podniku dostaneme, keď sčítame výsledky za obidve fázy.

$$H = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{FCF_S}{i} \times (1+i)^{-k} = 19\,000 + 435\,000 = 454\,000 \text{ €}$$

Hodnota podniku stanovená pomocou metódy DFCF je 454 000 €.

Hodnota vlastného kapitálu = Hodnota podniku – Hodnota cudzieho kapitálu

$$\text{Hodnota vlastného kapitálu} = 453 \text{ tis. €} - 100 \text{ tis. €} = 353 \text{ tis. €}$$

Hodnota vlastného kapitálu je **353 000 €**.

b) Metóda založená na koncepcii EVA

Koncept EVA možno využiť i v procese oceňovania podniku. Ocenenie pomocou EVA má svoj význam predovšetkým preto, že postihuje hlavné faktory tvorby hodnoty podniku.

Pre hodnotu podniku platí:

$$H_{\text{Podniku}} = \text{Investovaný kapitál} + \text{Súčasná hodnota budúcich EVA} \quad (3)$$

Uvedený tvar môžeme rozpísať podrobnejšie (*metóda entity*):

$$H_{VK} = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC-g} \times \frac{1}{(1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (4)$$

kde:

- H_{VK} = hodnota VK podniku (netto)
- NOA_0 = čisté operatívne aktíva k termínu ocenenia
- T = počet rokov plánovaných EVA
- D_0 = hodnota úročených dlhov k termínu ocenenia
- A_0 = neoperatívne aktíva k termínu ocenenia
- $WACC$ = priemerné náklady na kapitál
- g = priemerné ročné tempo rastu ekonomickej pridanej hodnoty

Hodnota podniku je teda súčtom investovaného kapitálu, diskontovanej EVA pre 1. fázu a trvalej renty z odhadu stálej EVA (2. fáza), ktorú je ešte potrebné previesť na aktuálnu hodnotu východiskového okamžiku plánovania. Ako diskontnú mieru, prevádzajúcu budúce hodnoty EVA na súčasnú hodnotu EVA, použijeme vážené priemerné náklady na kapitál (WACC). Pre ilustráciu uvedieme jednoduchý príklad.

Prípadová štúdia 2:

Vychádzame zo zadania príkladu 1 a teraz oceňte nábytkársky podnik pomocou modelu EVA. Plán vývoja EVA pre roky 2020-2024 je uvedený v tabuľke. Pre druhú fázu počítajte s úrovnňou EVA z posledného roku plánového obdobia. Hodnoty v tabuľke sú uvedené v tis. €.

Rok	2020	2021	2022	2023	2024	2. fáza
Investovaný kapitál NOA_0	320	574	705	730	734	-
Investovaný kapitál NOA_1	574	705	730	734	734	-
NOPAT	90	100	110	130	70	-
Náklady na kapitál ($WACC \times C$)	32	57	71	73	73	-
EVA	58	43	39	57	-3	-3
Pokračujúca hodnota	-	-	-	-	-	-30

Podľa vzťahu 4 vypočítame priamo hodnotu vlastného kapitálu:

$$H_{VK} = 320 + \frac{58}{(1+0,1)^1} + \frac{43}{(1+0,1)^2} + \frac{39}{(1+0,1)^3} + \frac{57}{(1+0,1)^4} + \frac{-3}{(1+0,1)^5} + \frac{-3}{0,1} \times (1+0,1)^{-5} - 100 = 356\,000 \text{ €}$$

Hodnota vlastného kapitálu je **356 000 €**.

Výpočet hodnoty podniku pomocou metód DCF a EVA by pri použití rovnakých predpokladov a východiskových údajov mal dať rovnaké výsledky. Túto tézu potvrdzujú výsledky predchádzajúcich dvoch príkladov (rozdiel je spôsobený zaokrúhľovaním vstupných veličín). **Takto stanovené hodnoty podniku je možné využiť v prípade potreby ohodnotenia výkonnosti podniku alebo zmeny vlastníckych vzťahov, prípadne zmeny právnej formy, či v súvislosti s poskytovaním úveru.**