

METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

1. Přehled metod
2. Princip metody TP
3. Příklady násobitelů
4. Postupové kroky
5. Výhody metody TP



1. PŘEHLED METOD

USA:

- **Market approach**
- Income approach
- Cost approach

Vycházíme ze skutečně placených cen:

- 1 Veřejně obchodované společnosti
- 2 Ostatní společnosti

1. PŘEHLED METOD

① Veřejně obchodované společnosti



Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Zdroj: Autor

- Východiskem je tržní cena akcií oceňovaného podniku
- Průměr za více dní nebo měsíců ?
- Tržní kapitalizace = cena akcie x počet akcií
- Prémie:

Vlastnický podíl:	20 – 50 %	→ prémie + 20 %
	51 – 75 %	→ prémie + 30 - 40 %

1. PŘEHLED METOD

② Ostatní společnosti



Metoda tržního porovnání
Comparative Company Approach

Zdroj: Autor

Vycházíme z:

- a) cen **akcií** veřejně obchodovaných společností podobných společnosti oceňované



Metoda srovnatelných podniků
Similar public company method Trading Comparables

- b) cen vykázaných u **realizovaných akvizic** podobných podniků



Metoda srovnatelných transakcí
Recent acquisitions method Transaction Comparables

Zdroj: Autor

METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

1. Přehled metod
2. Princip metody TP
3. Příklady násobitelů
4. Postupové kroky
5. Výhody metody TP

2. PRINCIP METODY TRŽ. POROVNÁNÍ

Princip:

Hodnota podniku je vyjádřena jako **násobek** zvolené **vztahové veličiny** (např. zisku nebo CF)

Zdroj: Autor

$$\frac{\text{Cena}}{\text{Vztahová veličina}}$$

= **Násobitel**
(multiplikátor)

Metoda srov. podniků
cena a ukazatel na akcii

Metoda srov. transakcí
cena a ukazatel za podnik

Hodnota oceňovaného podniku	=	Vztahová veličina oceňovaného podniku	x	Násobitel odvozený podle podobných podniků
------------------------------------	---	---------------------------------------	---	--

2. PRINCIP METODY TRŽ. POROVNÁNÍ

Cena	
Vztahová veličina	
↙	↘
Násobitel „equity“ („netto“)	Násobitel „entity“ („brutto“)
Cena = cena akcie nebo VK	Cena = cena VK + úročený CK
Vztahová veličina = ukazatel pro vlastníky (<i>zisk, účetní VK</i>)	Vztahová veličina = ukaz. pro vlastníky a věřitele (<i>EBITDA</i>)
Vztahová veličina oc. podniku x Násobitel = Hodnota netto oc. podniku	Vztahová veličina oc. podniku x Násobitel = Hodnota brutto – Úročený CK oc. podniku = Hodnota netto oc. podniku

2. PRINCIP METODY TRŽ. POROVNÁNÍ

Násobitel „entity“ („brutto“)



Čítatel:

Cena VK + Úročený CK (obvykle snížený o peníze)
se označuje pojmem

Enterprise Value

Přibližně jde o tržní ocenění investovaného kapitálu



Enterprise Value

Vztahová veličina (= ukazatel pro vlastníky a věřitele)

METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

1. Přehled metod
2. Princip metody TP
3. Příklady násobitelů
4. Postupové kroky
5. Výhody metody TP

3. PŘÍKLADY NÁSOBITELŮ

a) Násobitele equity (netto)

P / E

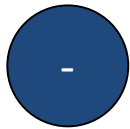
price / earnings

kurz akcie / zisk na akcii

(tržní kapitalizace / čistý zisk)



- často používaný
- srozumitelný



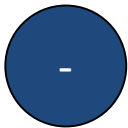
- Srovnatelnost zisků
 - *účetní*
 - *mimořádné položky*
- Ztrátové podniky?
- Při hledání srovnatelných podniků je žádoucí hledat podniky s podobnou kapitálovou strukturou

3. PŘÍKLADY NÁSOBITELŮ

a) Násobitele equity (netto)

MV / BV *market value / book value*
kurz akcie / účetní hodnota VK na akcii
(tržní kapitalizace / účetní hodnota VK)

- $MV/BV < 1$
 - podhodnocení
 - přebytečný majetek
 - restrukturalizace
-
- Snadno zjistitelný
 - Pro podniky se značným majetkem
 - Pro ztrátové podniky
 - Pro ocenění bank (1,1 – 1,6)
-
- Jen majetkový pohled + nezohledňuje výnosnost
→ podpůrně
 - Vliv odpisové politiky (ocenění majetku)
 - Nevhodný pro podniky služeb




3. PŘÍKLADY NÁSOBITELŮ

b) Násobitele entity (brutto)

EV / EBITDA *enterprise value / earnings before interest, taxes, depreciation and amort.*

*VH před úroky, daněmi, odpisy, amortizací = brutto CF
(EV a EBITDA na akcii, nebo za celý podnik)*

 – Potlačeny rozdíly v - kapitálové struktře
- odpisech
- ocenění majetku

 – Nutné podrobnější informace

Varianty, např.:

- **EBIT** – earnings before interest and taxes

METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

1. Přehled metod
2. Princip metody TP
3. Příklady násobitelů
4. Postupové kroky
5. Výhody metody TP

4. POSTUPOVÉ KROKY

a) Obecné kroky oceňovacího postupu

a) **Měly by být provedeny obecné kroky oceňovacího postupu:**

- Strategická analýza
- Finanční analýza
- Rozdělení majetku na nutný a nenutný
(v ideálním případě i pro tržní porovnání)
- Generátory hodnoty a sestavení finančního plánu
(alespoň rámcová představa o budoucnosti podniku)

4. POSTUPOVÉ KROKY

b) Výběr podobných podniků

b) Výběr podniků pro srovnání (*Peer Group*)

Klíčové veličiny:

A. Základní

B. Náhradní

A. Základní kritéria:

- Obchodovatelnost (*u metody srov. podniků*)
nebo nedávno prodané podniky (*u srov. transakcí*)
- Výnosnost
- Růst
- Riziko



4. POSTUPOVÉ KROKY

b) Výběr podobných podniků

B. Praxe pro „Peer Group“ – náhradní kritéria:

1. Stejný obor + stejná fáze vývoje
2. Jemnější výběr:
 - Oborová kritéria
 - Trhy
 - Paleta produktů, životnost
 - Technická úroveň
 - Přidaná hodnota
 - Finanční ukazatele + růst
 - Likvidita akcií

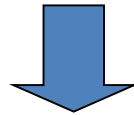
? Specializované malé podniky, Koncerny ?

4. POSTUPOVÉ KROKY

c) Volba násobitelů a jejich výše

Výše násobitelů – základní problém

A) V praxi často průměrná hodnota nebo medián násobitele za srovnatelné podniky (?)



Orientační řešení

Zdroj: Autor

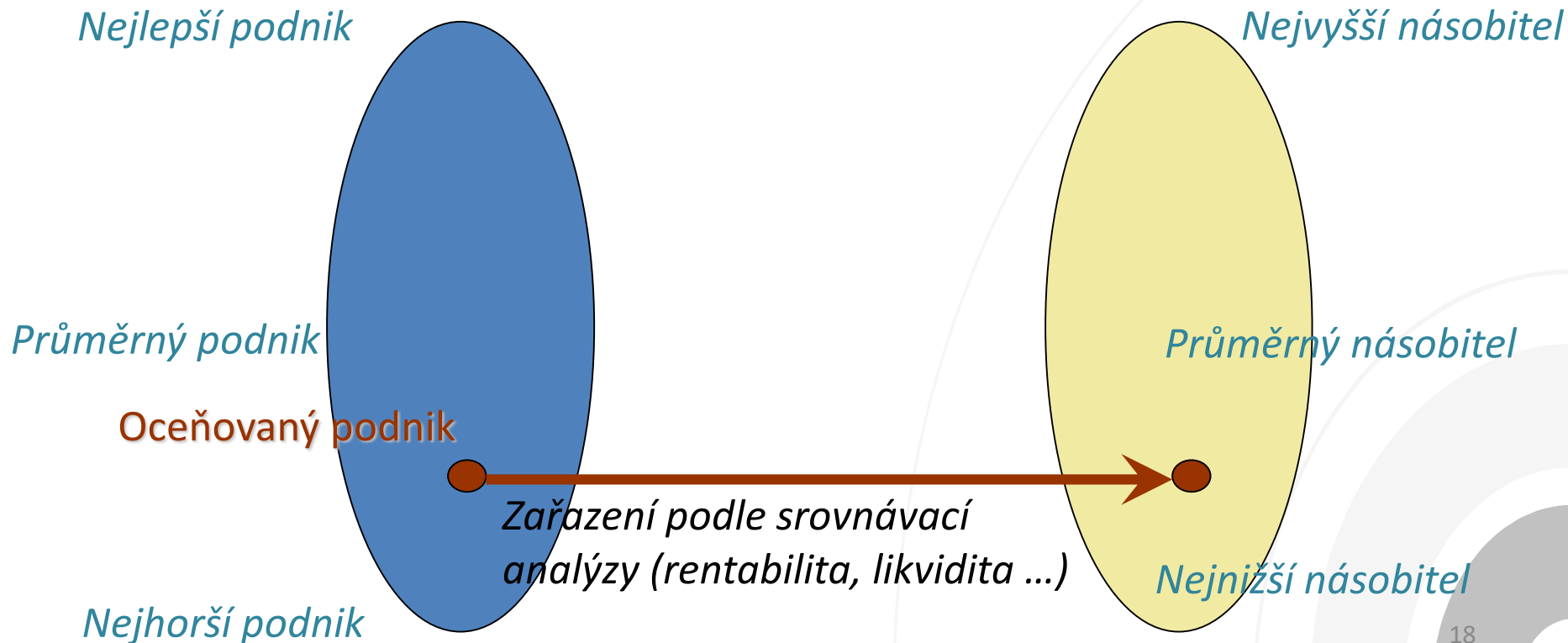
4. POSTUPOVÉ KROKY

c) Volba násobitelů a jejich výše

B) Odhad podle pozice podniku v souboru

Soubor srovnatelných
podniků

Hodnoty násobitelů
v souboru podniků



4. POSTUPOVÉ KROKY

d) Výpočet dílčích ocenění

d) Propočet dílčích ocenění akcie nebo podniku podle jednotlivých násobitelů (DOA)

$$DOA_{(i)} = \text{Násobitel}_{(i)} \cdot \text{Ukazatel}_{(i)}$$

Oceňovaný podnik

Odvozený ze srovnatelných podniků

Oceňovaný podnik

a případně snížení o CK, jde-li o násobitel entity

4. POSTUPOVÉ KROKY

d) Výpočet dílčích ocenění

Příklad – ocenit podnik Gama (metoda srov.

	A	B	C	D	Prům.	Gama
Kurz akcií (Kč)	72	150	180	324		
Zisk / akcii (Kč)	6	10	10	12		8
P / E	12	15	18	27	18	
VK / akcii (Kč)	120	150	120	130		120
P / VK	0,6	1,0	1,5	2,5	1,4	

Zdroj: Autor

Srovnávací analýza → průměr

$$DOA_{P/E} = \bar{\varnothing} P/E \cdot \text{Zisk na akcii}_{Gama} = 18 \cdot 8 = 144 \text{ Kč}$$

$$DOA_{P/VK} = \bar{\varnothing} P/VK \cdot VK_{Gama} = 1,4 \cdot 120 = 168 \text{ Kč}$$

Zdroj: Autor

4. POSTUPOVÉ KROKY

e) Závěrečné úpravy

- **Z dílčích ocenění vyvodit výsledek:**
 - Udělat užší výběr násobitelů podle získaných výsledků (vynechat odlehlé hodnoty)
 - Udělat z DOA průměr nebo je nechat jako rozpětí ocenění
- **Metoda srovnatelných podniků** - má-li být výsledkem ocenění celého podniku, upravit výsledek o:
 - kontrolní prémii
 - obchodovatelnost vlastnických podílů
- **Metoda srovnatelných transakcí** - pozor, že získané ocenění může obsahovat i hodnotu synergií

METODA TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

1. Přehled metod
2. Princip metody TP
3. Příklady násobitelů
4. Postupové kroky
5. Výhody metody TP

5. VÝHODY METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ

- Jediná metoda založená především na informacích z trhu
- Oceňování respektuje vztah a vazby k prostředí (*relativita ocenění*)
- „Obchází“ problémy výnosových metod
- Lze ukázat, že výnosové ocenění a tržní porovnání jsou v principu obdobné postupy a měly by vést ke stejným výsledkům. Pokud tomu tak není, měla by být provedena analýza rozdílů.
- „Jednoduchost“ x náročnost
- Objektivita x subjektivní vlivy

Rozptyl násobitelů



5. VZTAH METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ A VÝNOSOVÉHO OCENĚNÍ

P/E:

$$P_0 = \frac{D_1}{i_k - g} = \frac{v \cdot E_1}{i_k - g} = \frac{v \cdot (1+g) \cdot E_0}{i_k - g}$$

i_k = požadovaná výnosnost

g = tempo růstu dividend

v = výplatní poměr

E_1 = výsledek hospodaření v příštím roce

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{v}{i_k - g}$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{v \cdot (1+g)}{i_k - g} = \frac{(1 - g/\text{ROE}) \cdot (1+g)}{i_k - g}$$

5. VZTAH METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ A VÝNOSOVÉHO OCENĚNÍ

PŘÍKLAD: Určit P_0/E_0 pro oceňovaný podnik

- Odhad dlouhodobého tempa růstu zisku 6 %
- ROE 12 %
- Požadovaná výnosnost 10 %

$$v = \left(1 - \frac{g}{\text{ROE}} \right) = \left(1 - \frac{0,06}{0,12} \right) = 0,5$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{v \cdot (1 + g)}{i_k - g} = \frac{0,5 \cdot 1,06}{0,10 - 0,06} = 13,25$$

5. VZTAH METODY TRŽNÍHO POROVNÁNÍ A VÝNOSOVÉHO OCENĚNÍ – ZÁVĚRY

1. Principem ocenění je srovnání.
2. Srovnávací a výnosové metody jsou postaveny na stejném základě.
3. Násobitele odvozené z přímého porovnání je třeba korigovat pomocí výnosových hledisek.
4. Výnosové modely je třeba testovat pomocí přímého porovnání.



EVROPSKÁ UNIE
Evropské strukturální a investiční fondy
Operační program Výzkum, vývoj a vzdělávání



Toto dílo podléhá licenci Creative Commons
Uveďte původ – Zachovejte licenci 4.0 Mezinárodní.

