

HODNOTA VERSUS CENA INVESTÍCIE

PRIVATE EQUITY INVESTOR JE INVESTOR AKO KAŽDÝ INÝ. HLADÍ PREDOVŠETKÝM NA INVESTOVANÚ SUMU A CELKOVÝ VÝNOS, KTORÝ Z DANEJ INVESTÍCIE DOSIAHNE. PRI OCEŇOVANÍ, ČI SKÔR LEPŠIE Povedané OHODNOCOVANÍ, JEHO INVESTIČNÝCH PRÍLEŽITOSTÍ ZOHRÁVA DÔLEŽITÚ ÚLOHU MNOŽSTVO FAKTOROV: SEKTOR ČI PRIEMYSELNÉ ODVETVIE KUPOVANEJ SPOLOČNOSTI, ŠTRUKTÚRA DANEJ INVESTÍCIE, VYUŽITIE ÚVEROVÉHO FINANCOVANIA A JEHO CENA A V NEPOSLEDNOM RADE JE TO AJ MOŽNOSŤ ZÍSKANIA KONTROLNÉHO PODIELU. TO SÚ VŠETKO UKAZOVATELE, KTORÉ V KONEČNOM DÔSLEDKU OVPLYVNIA CELKOVÝ VÝSLEDOK INVESTÍCIE. A TÝM BY MAL BYŤ NAJMĀ FINANČNÝ VÝNOS. ZDÁ SA VÁM TO PRÍLIŠ ZLOŽITÉ?

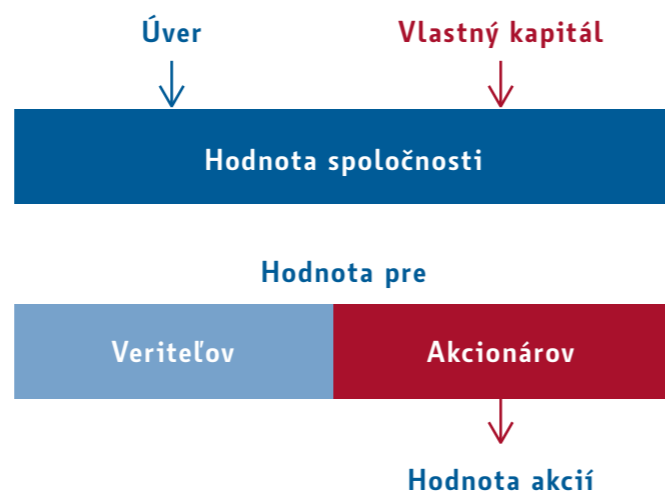
Ako na to?

Pri posudzovaní hodnoty kupovanej spoločnosti či zamýšľanej investície postupujú investori zväčša veľmi podobným spôsobom. A to bez ohľadu na to, či ide o investora finančného (napr. private equity fond vstupujúci do investične zaujímavej spoločnosti), strategického alebo portfóliového (napr. podielový fond investujúci do malých akciových podielov na burze). Každý z nich sa snaží určiť, aká je vnútorná hodnota spoločnosti. Veľmi zjednodušene: je to cena, koľko je spoločnosť sama o sebe hodná.

Konkrétny typ investora ovplyvňuje vstupy, ktoré pri ohodnocovaní investície používa. Strategický investor dobre pozná daný sektor, je v ňom aktívny a väčšinou sa snaží získať významnú kontrolu nad kupovanou spoločnosťou. Preto si do hodnoty kupovanej spoločnosti môže smelo započítať synergie, ktoré vie akvizíciou dosiahnuť.

Na druhej strane portfóliový investor s malým podielom na základnom imaní určite nebude mať možnosť aktívne riadiť kupovanú spoločnosť. Z toho dôvodu bude viac pozeráť na to, ako sa podobné spoločnosti obchodujú na burze a predovšetkým ho bude zaujímať ich ziskovosť. Pri ohodnocovaní spoločností zvyknú investori používať tri základné oceňovacie metódy:

- porovnávanie násobkov, za ktoré sa obchodujú podobné spoločnosti na kapitálovom trhu - tzv. „trading multiples“
- analýza porovnateľných transakcií a cien, ktoré za podobné spoločnosti zaplatili investori v minulosti - tzv. „comparable transactions“
- oceňovanie pomocou diskontovaného modelu peňažných tokov – DCF „discounted cash flow model“.



Hodnota spoločnosti s dlhom či hodnota akcií?

Pri ohodnocovaní spoločností je veľmi dôležité rozlišovať dva pojmy – vnútorná hodnota spoločnosti (tzv. „Enterprise Value“, „EV“) a hodnota akcií spoločnosti (tzv. „Equity Value“), niekedy tiež interpretovaná ako cena akcií či trhovú kapitalizáciu spoločnosti (tzv. „Market Capitalisation“).

Napriek tomu, že na prvý pohľad sú si pojmy veľmi podobné, je medzi nimi podstatný rozdiel. Hodnota akcií spoločnosti predstavuje hodnotu, ktorá patrí akcionárom spoločnosti (vlastníkom). Na druhej strane vnútorná hodnota spoločnosti (EV) reprezentuje hodnotu, ktorá „prináleží“ na výkon celej spoločnosti, čiže patrí akcionárom a zároveň veriteľom spoločnosti.

„Mostíkom“ medzi EV a hodnotou akcií je čisté zadĺženie spoločnosti alebo „čistý dlh“ („net debt“). Čiže hodnota úverov a dlhodobých záväzkov, napríklad vydaných dlhopisov, znížená o finančné prostriedky, ktoré má spoločnosť k dispozícii. Porovnateľné transakcie a verejne obchodované spoločnosti

Veľmi jednoduchý a rýchly postup ohodnocovania spoločností je metóda analýzy porovnateľných verejne obchodovaných spoločností. Je založený na predpoklade, že investorom sledovaná spoločnosť

by mala mať podobnú hodnotu ako porovnateľná spoločnosť obchodovaná na burze. Tento predpoklad sa zvykne aplikovať vo všeobecnejšom rozsahu na konkrétny sektor a oblasť pôsobenia. Aj pri tejto jednoduchšej metóde sa dá naraziť na niekoľko problémov. Jedným z nich je napríklad určenie porovnateľnej spoločnosti. Šanca, že sa na svete nájdu dve skoro identické spoločnosti je veľmi malá. To znamená, že obe by mali pôsobiť v rovnakom sektore a mať približne rovnaké tržby. Dôležitá je tiež porovnateľná ziskovosť takýchto spoločností a rovnako krajina, prípadne región, kde pôsobia. Pri analyzovaní spoločností v regióne strednej Európy treba byť veľmi opatrný pri hľadaní „porovnateľných“ spoločností. Aby sa neporovnávali stredoeurópske spoločnosti s tými, ktorých akcie sa obchodujú napríklad na burze v New Yorku.

NAJPOUŽÍVANEJŠIE NÁSOBKY VNÚTORNEJ HODNOTY SPOLOČNOSTI (EV)

EV/Sales – Enterprise Value to Sales – vnútorná hodnota spoločnosti (t.j. hodnota akcií + čistý dlh) k celkovým prevádzkovým tržbám

EV/EBITDA – EV vs. Earnings before Interest Tax Depreciation and Amortization – vnútorná hodnota spoločnosti k celkovému zisku spoločnosti pred nákladovými úrokmi, zdanením a odpismi

EV/EBIT – EV vs. Earnings before Interest and Tax – vnútorná hodnota spoločnosti k celkovému zisku spoločnosti pred nákladovými úrokmi a zdanením

NAJPOUŽÍVANEJŠIE NÁSOBKY HODNOTY AKCIÍ SPOLOČNOSTI (P)

P/S – Price to Sales – hodnota (cena) akcií oproti celkovým prevádzkovým tržbám

P/E alebo PER – Price Earnings – hodnota (cena) akcií na čistý zisk spoločnosti

P/CE – Price to Cash Earnings – hodnota akcií vs. cash flow do spoločnosti (pre zjednodušenie sa často počíta ako čistý zisk + odpisy)

P/BV – Price to Book Value – hodnota akcií oproti účtovnej hodnote vlastného imania

Pri používaní jednotlivých násobkov je veľmi dôležité nezabudnúť na rozdiel medzi hodnotou spoločnosti (EV) a hodnotou, resp. cenou akcií (P). Napríklad, ak porovnáваме hodnotu k EBITe – čiže k zisku pred úrokmi a zdanením – je pravidlom, že tento násobok používame na určenie hodnoty spoločnosti (EV). Priložená tabuľka ilustruje výstup porovnateľných spoločností pre odevný a textilný sektor a obsahuje reálne príklady jednotlivých násobkov.

Ilustratívny príklad násobkov obchodovaných európskych spoločností v oblasti textilného a odevného priemyslu

Vybrané spoločnosti	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/BV	P/CE	P/Sales
Chargeurs SA	0,20	3,43	5,11	8,57	0,44	3,84	0,15
Christian Dior SA	0,88	4,23	4,28	11,19	2,03	3,60	0,60
Dogi	0,62	-10,04	-5,08	-5,31	0,47	-15,87	0,30
Fashion Box Hellas SA	1,01	9,85	13,30	14,25	3,13	35,63	0,72
Marimekko Corporation	1,27	8,32	9,38	12,23	3,50	10,54	1,23
Pegas Nonwovens SA	2,04	6,49	9,57	5,32	1,35	3,21	0,80
Texaf	4,35	11,67	11,73	16,81	1,05		0,00
Maximum	4,35	11,67	13,30	16,81	3,50	35,63	1,23
Minimum	0,20	0,00	0,00	0,00	0,44	0,00	0,00
Medián	1,01	6,49	9,38	11,19	1,35	3,72	0,60

ZDROJ: INFINANCIALS – CORPORATEFOCUS

Veľmi podobným spôsobom sa postupuje pri analýze porovnateľných transakcií. Rozdiel je v zdroji údajov. Pri tejto metóde sa analyzujú násobky, vypočítané z konkrétnych transakcií, uskutočnených v danom sektore. Opäť by sa teoreticky mali brať do úvahy iba veľmi podobné spoločnosti.

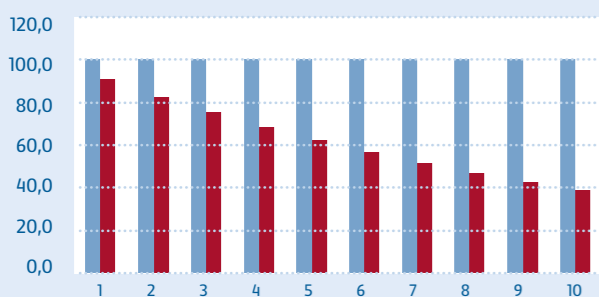
Pri analýze porovnateľných transakcií je vždy nevyhnutné zohľadňovať aj veľkosť nadobúdaného podielu. Najmä to, či sa kupuje kontrola nad spoločnosťou alebo iba jej časť. Na rozdiel od verejne obchodovateľných spoločností je pri transakciách v násobkoch zohľadnená už aj strategická prémie či synergie, ktoré boli zahrnuté do ceny.

Diskontovaný model peňažných tokov – univerzálny prístup

Pri kupovaní významnejšieho podielu v spoločnosti využívajú strategickí aj finanční investori takmer vždy metódu diskontovaných peňažných tokov (discounted cash flow model). Zjednodušene povedané: ide o prepočet budúcich peňažných tokov, ktoré spoločnosť ešte len vygeneruje, na súčasnú hodnotu. To znamená, že sa predpokladané peňažné toky – cash flow – v jednotlivých rokoch diskontujú (odúročia). Súčet oddiskontovaných peňažných tokov za jednotlivé roky dáva aktuálnu (súčasnú) hodnotu a tým pádom aj hodnotu investície.

Na prvý pohľad pomerne jednoduchý prístup si vyžaduje zložitejšiu praktickú realizáciu. V prvom rade je potrebné použiť na správne peňažné toky správny diskont. Vyplatené dividendy je potrebné diskontovať očakávanou mierou návratnosti vlastného kapitálu. V praxi sa používa aj diskontovanie voľných peňažných tokov

POROVNANIE ALOKÁCIE AKCIOVEJ ZLOŽKY S NEUTRÁLNOU TRHOVOU KAPITALIZÁCIOU JEDNOTLIVÝCH REGIÓNŮV



■ NOMINÁLNA HODNOTA
■ DISKONTOVANÁ HODNOTA (10% DISKONT)

ZDROJ: BLOOMBERG FINANCIAL MARKETS

pre firmu, to znamená peňazí, ktoré je spoločnosť v budúcnosti schopná vyprodukovať a ktoré nepotrebuje pre svoj ďalší rozvoj. Vtedy je potrebné používať priemerný náklad kapitálu, tzv. WACC (weighted average cost of capital), ktorý zohľadňuje aktuálne úverové zafarbenie spoločnosti, náklady na úver ako aj požadovanú návratnosť vlastného kapitálu.

Najväčší problém metódy DCF je, že je založená na očakávaných peňažných tokoch. Tie sa počítajú na základe finančných plánov, do ktorých vstupuje veľa rôznych premenných. Skutočnosť môže byť pritom úplne odlišná. Z pohľadu presnosti a vystihnúť charakteru spoločnosti a jej hodnoty ostáva metóda diskontovaných tokov najpresnejšia.

Porovnanie nominálnej a diskontovanej hodnoty v čase (10% diskont)

Veda alebo umenie?

Tento stručný prehľad základných metód ohodnocovania spoločností nemal za cieľ vyčerpať túto tému, ale načrtnúť používané možnosti a objasniť základné pojmy. Komplexné ohodnotenie investície alebo spoločnosti vyžaduje dlhšiu prax a cit pre dôležité a menej dôležité faktory.

Pri ohodnotení a investovaní vôbec je určite najdôležitejšie pochopiť, kde sa tvorí hodnota, kde sa generujú peňažné toky, ktoré túto hodnotu tvoria. Pre kvalitné ohodnotenie je potrebné vedieť, ktoré faktory majú na túto hodnotu najväčší vplyv, pretože ohodnocovanie nie je len vecou jednoduchého modelu alebo vyplnenia tabuľky. Nie nadarmo sa hovorí, že ohodnotenie spoločnosti je niečo medzi vedou a umením. *

Autor je partnerom spoločnosti CabernetFinance, ktorá je členom najväčšej celosvetovej siete nezávislých poradcov IMAP a má bohaté skúsenosti pri poradenstve v oblasti štruktúrovania finančných zdrojov a hľadani vhodných investorov.

CHIASO ŠKANDÁL ALEBO AKO ŠVAJČIARI ZAČALI KONTROLOVAŤ SVOJE BANKY

ŠKANDÁLY SPOJENÉ SO SÚKROMNÝMI BANKAMI ALEBO BANKOVÝMI DOMAMI NIE SÚ SPOJENÉ IBA S TRANSFORMUJÚCIMI SA EKONOMIKAMI POSTKOMUNISTICKÝCH ŠTÁTOV ALEBO S KRAJINAMI TRETIHO SVETA. AFÉRY BÁNK SA SEM-TAM OBJAVIA AJ VO VYSPELÝCH EKONOMIKÁCH. V SPOJENÝCH ŠTÁTOCH AMERICKÝCH JE ZNÁMY PRÍPAD BANK OF CREDIT AND COMMERCE INTERNATIONAL Z ROKU 1988. ZÁPADNÁ EURÓPA TIEŽ NEOSTALA OD ŠKANDÁLOV UŠETRENÁ. NO PROBLÉMY S BANKAMI MALO AJ ŠVAJČIARSKO - KRAJINA, KTORÁ SA HRDÍ SVOJOU BANKOVOU REPUTÁCIOU. POVEŠŤ ŠVAJČIARSKA NEPOŠRAMOTILI IBA BANKY, KTORÉ BOLÍ ZAPLETENÉ DO UKRÝVANIA NACISTICKÉHO ZLATA, ALE AJ ŠKANDÁL OKOLO ŠVAJČIARSKEJ POBOČKY BANKY CREDIT SUISSE Z MESTA CHIASO Z ROKU 1977.

Tma pod kontrolnou lampou

Ešte na začiatku šesťdesiatych rokov minulého storočia manažér pobočky banky Credit Suisse v meste Chiasso založil zahraničnú správčovskú spoločnosť Texon, ktorá mala pôvodne slúžiť na minimalizovanie strát ním riadenej pobočky. Svoj účel síce Texon čiastočne plnil, ale postupne začal slúžiť aj na vyhýbanie sa kontrolám centrálnej banky Credit Suisse. Keď kontroly vedenia nenachádzali žiadne podozrenia, vedenie pobočky v Chiasso naberalo odvahu. Postupne začali používať vklady klientov na pochybné investície v mene Texonu a nie banky. Takisto poskytovali výhodné pôžičky. Komu inému ako Texonu. Konkurenčné banky síce poukazovali na praktiky pobočky v Chiasso už v rokoch 1968-69 a opäť v roku 1976, ale centrála tieto indície nebrala vážne. Podozrenia boli odmietané alebo iba povrchné vyšetrované. Interný audit bol limitovaný a robil ho tím iba štyroch ľudí. Centrálna kontrola zaujímala postoj, že načo sa starať o pobočku, ktorá je dlhodobo zisková. Za tie roky nebolo nikomu podozrivé, že pobočka poskytovala úvery, ktoré iné filiálky zamietli kvôli prítomnosti kritérií zavedených práve centrálnou Credit Suisse. Dôležitejšie zrejme bolo, že pobočka v Chiasso vykazovala stále zisky. Táto spolupráca Texonu a bankovej pobočky pokračovala až do roku 1977. V decembri 1976 skrachovala Weisscredit Bank, ktorá mala podobné praktiky ako pobočka v Chiasso. To bol impulz na začatie vyšetrovania. Pri ňom sa postupne odhaľovalo prepojenie banky s Texonom a prevalili sa jej nekalé finančné praktiky. V marci 1977 sa škandál dostal aj do tlače. Hoci informácie boli v novinách nepresné, tušilo sa, že ide o veľký škandál, kde sa hralo o veľké peniaze.

Anonymita je už minulosťou

Škandál pobočky v meste Chiasso bol však na niečo dobrý. Donútil švajčiarske bankové kruhy mať sa viac na pozore a snažiť sa, aby sa podobná aféra už neopakovala. Asociácia švajčiarskych bankárov v spolupráci so Švajčiarskou národnou bankou podpísali po škandále zmluvu o povinnej kontrole súkromných bank. Táto zmluva sa stala základným kameňom pre boj proti praniu špinavých peňazí vo Švajčiarsku. Bankári v krajine helvétskeho kríža po Chiasso škandále začali venovať väčšiu pozornosť aj svojim zákazníkom - vkladateľom. Uvedomili si, že prijímanie vkladov od anonymných osôb nie je vždy na

prospech banky. Zlý zákazník môže veľmi poškodiť reputáciu bankovej inštitúcie. Preto bolo vo Švajčiarsku postupne zavedené dokumentovanie zákaznickej identity. Dnes sa už vo švajčiarskych bankách nevedú žiadne účty anonymne. To je jednoducho mýtus. Účty sa v tejto krajine iba nezverejňujú širšie ako úzkemu okruhu bankových zamestnancov, ale anonymné nie sú. V roku 1998 išlo Švajčiarsko v ochrane pred nekalými bankovými transakciami ešte ďalej. Prijalo zákon o praní špinavých peňazí, ktorý zaviedol oznamovaciu povinnosť podozrivých transakcií nad 25 000 švajčiarskych frankov.

Ochrana proti praniu

Medzinárodný boj proti praniu špinavých peňazí sa začal uplatňovať až v priebehu 80-tych rokov minulého storočia, najmä v dôsledku rozvoja obchodu s drogami. V roku 1988 vydala Organizácia spojených národov konvenciu o potrebe boja proti pašovaniu drog, ktorá obsahovala aj nutnosť spolupráce pri odhaľovaní prania peňazí. V roku 1989 bol založený krajinami G7 medzivládny orgán FATF (The Financial Action Task Force on Money Laundering) s cieľom zladenia finančných a právnych krokov namierených proti praniu peňazí. Napriek tejto zlepšujúcej sa medzinárodnej spolupráci si odborníci uvedomujú, že pranie peňazí je dynamický proces, ktorý sa prispôbuje novým podmienkam a hľadá si nové trhy a prostredie na uplatnenie. Dôkazom toho bol rozmach prania peňazí v deväťdesiatych rokoch dvadsiateho storočia po páde východného bloku. Orgánom zapojeným do boja proti praniu peňazí preto nezostáva nič iné, iba neúnavne hľadať slabé miesta práčov. Ich úspech zvyšuje zameranie sa na prvú - ukladaciu fázu prania peňazí, pretože v neskoršom procese sa už ťažšie vystopuje pôvod peňazí a ešte ťažšie dokazuje ich nečestnosť. V súčasnosti už dávno nechodia práči peňazí s kufríkmi plnými použitých bankoviek s úmyslom uložiť ich v banke. Dnes je pranie peňazí nebezpečná medzinárodná kriminálna aktivita, ktorá zahŕňa nielen podsvetie, ale aj politikov, prípadne celé vlády niektorých štátov. O globálnom charaktere a veľkosti prania svedčia aj nasledujúce sumy. Odborníci odhadujú, že ročne sa vo svete preperie od 500 miliárd do 1 biliónu amerických dolárov. Pričom veľké rozpätie medzi sumami je dôsledkom toho, že odhalené prípady prania tvoria iba malú časť jeho skutočného stavu. *