



Hledání správné hodnoty u firmy, která má velké množství zásob

Majitel výrobní firmy se nás zeptal, jakou má podle našeho názoru jeho firma hodnotu. V tomto článku bych se s Vámi rád podělil o naši zkušenost.

Nejprve trochu teorie (znalí mohou přeskočit)

V investorské praxi je coby nejčastější metoda ocenění firmy aplikováno tzv. tržní srovnání, kdy vynásobíme:

- normalizovanou EBITDA (EBITDA očištěná o mimořádné vlivy)
- transakčním násobkem (v hantýrce „multiple“). Tento násobek v ideálním případě odráží historickou zkušenost s podobnými transakcemi.

Získáme tak první hodnotu, tzv. Basic Enterprise Value (česky asi základní hodnota podniku, hodnota brutto).

Tuto hodnotu je následně možné upravit o bilanční korekce - např. přičíst hodnotu nevyužitého pozemku, který lze prodat, nebo naopak odečíst nutné opravy/investice, aby se něco nerozpadlo.

Získáme tak druhou hodnotu, nazvěme ji Adjusted Enterprise Value (upravená hodnota podniku).

Výpočet zpravidla pokračuje tím, že je k hodnotě podniku přičten zůstatek hotovosti. Zde se lze setkat s dvěma přístupy - někdo přičítá veškerou hotovost, někdo pouze tzv. volnou hotovost (tedy peníze, které by si majitel firmy mohl vyplatit, aniž by následně firmě chyběly). Dále investiční analytici odečtou úročený dluh. V hantýrce se pro výše uvedené používá termín net cash/net debt.

Uvedeným výpočtem jsme získali netto hodnotu - tzv. Equity Value (česky hodnota vlastního kapitálu).

Vybaveni takto vypočítaným číslem vyrážejí investoři jednat se stávajícími majiteli.



Naše situace

Jedná se o poměrně velkou výrobní firmu, která má v některých měsících roku na skladě významné množství zásob, a tyto zásoby má z velké části financované provozním úvěrem.

Nejprve jsme postupovali tak, jak jsme byli ze školy a dřívější praxe naučení:

- Enterprise value = EBITDA x transakční násobek (tentokrát to bylo 6,5)
- Equity value = Enterprise value – net debt

Po odečtení netto hodnoty dluhu nám při roční EBITDA 250 mil. Kč vyšla hodnota vlastního kapitálu ve výši 600 mil. Kč.

Majiteli se to nelíbilo: „Vždyť to ta firma vydělá za 3 roky a ten dluh přece nesplácí, nebo snad ano?“, argumentoval se svým obchodnickým rozumem nezatíženým ekonomickými klišé.

To nás přimělo se zamyslet a hledat odpověď na otázku: PROČ se z hodnoty firmy dluhy odečítají? Abychom na to dokázali odpovědět, museli jsme se vrátit na začátek:

- Proč se používá právě násobek EBITDA? EBITDA je snadno zjistitelným a přiměřeně spolehlivým ukazatelem ekonomické výkonnosti a jeho vynásobením průměrným oborovým násobkem lze rychle dospět k přibližné tržní hodnotě podniku, tedy k dnešní hodnotě budoucích peněžních toků plynoucích všem investorům (mezi které se budou dělit budoucí výděly firmy).
- Kdo jsou tito investoři? Zjednodušeně všichni, kteří financují firmu – majitelé (vložíli základní kapitál) a poskytovatelé dluhového financování (dluhopisy, směnky, investiční bankovní úvěry apod.). V případě dluhového financování náleží věřitelům jistina a úrok, v případě majitelů se jedná o podíly na zisku.
- Co je provozní úvěr? Je to (zpravidla) úvěr, kterým firma financuje pracovní kapitál. Tento úvěr společnost nesplácí ze svého výdělku, tudíž nesnižuje objem prostředků určených pro výplatu zisku akcionářům. Hodnota čerpání úvěru zpravidla kopíruje hodnotu zásob (nebo např. pohledávek), které tímto dluhem firma financuje – tzn. úvěr je „splácen“, pokud klesne hodnota zásob bez ohledu na to, jak se firmě daří nebo nedaří.

Logicky by tak tento úvěr neměl snižovat hodnotu společnosti připadající jejím vlastníkům. Nicméně abychom byli féroví, je třeba hodnotu EBITDA snížit o úrokové



náklady vztahující se k tomuto financování, neboť se jedná o provozní výdaj potřebný k zajištění hlavní činnosti společnosti.

Kdy je tento mechanismus ocenění relevantní?

Pokud firma prostřednictvím provozního úvěru (kontokorent, revolving) financuje konkrétní aktiva, úvěr není splácen z výdělků firmy, ale kopíruje hodnotu aktiv a aktiva mají komoditní charakter (tzn. lze je snadno zpeněžit za známou cenu).

A druhou důležitou podmínkou je, aby pro zajištění úvěru sloužila pouze aktiva, která jsou tímto úvěrem financována.

Shrnutí na závěr

Tento článek jsem dal k vyjádření několika investičním manažerům z různých investičních společností. A výsledek? Co člověk to názor. Od „Jasně, je to v podstatě modifikovaný dividendový model“, po „V žádném případě – pokud banka za půl roku úvěr neprodlouží, tak firma skončí a hodnota je nula“. V praxi tak bude záležet na tom, jestli investor chce tomuto modelu rozumět, nebo nechce. Stejně jako v případě naší firmy, která obešla čtyři banky, než to dokázali jedné z nich vysvětlit a ta jim už několik let zásoby výše uvedeným způsobem financuje.

Dotazy, náměty či připomínky můžete poslat na martin.jezek@samak.cz

