

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku



DIPLOMOVÁ PRÁCE

ANALÝZA TRANZAKCÍ TYPU LEVERAGED BUYOUT

Autor diplomové práce:

Ing. Alexey Komanov

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Tomáš Brabenec, Ph.D., LL.M.

Rok obhajoby:

2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Analýza transakcí typu Leveraged Buyout“ jsem vypracoval samostatně a veškeré prameny jsem řádně označil a uvedl v přiloženém seznamu.

V Praze, dne

.....

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval panu Ing. Tomáši Brabencovi, Ph.D., LL.M. za vedení mé práce a za cenné rady a připomínky, které mi pomohly při tvorbě diplomové práce.

Abstrakt

Diplomová práce „Analýza transakcí typu Leveraged Buyout“ je zaměřena na analýzu nejběžnějšího v praxi typu akvizice cílových společností v Private Equity odvětví – transakce typu Leveraged Buyout (LBO). Teoretická část představuje odvětví Private Equity, kde se tyto transakce nejčastěji odehrávají, a shrnuje poznatky o podstatě, principu fungování a zdrojích hodnoty v LBO transakcích. Aplikační část provádí čtenáře přes veškeré podstatné kroky budování plnohodnotného LBO modelu, které poskytuje mocný nástroj pro analytickou práci při rozhodování o investování do vybrané cílové společnosti. Výklad je doprovázen modelováním reálně uskutečněné na českém trhu transakce LBO.

Klíčová slova: Private Equity, Leveraged Buyout, fondy soukromého kapitálu, akvizice a fúze, dluhové odkupy, finanční páka.

Abstract

Diploma thesis “Leveraged Buyout analysis” aims to describe the most common type of corporate acquisition in Private Equity industry – Leveraged buyout. The thesis starts with a theoretical part which describes the world of Private Equity, the place where the LBO transactions are primarily realized. The main aspects of an LBO transaction such as value drivers, main exit opportunities, characteristics of an ideal candidate are reviewed there. The second part of the thesis demonstrates the process of creating the fully functioning LBO model step by step with its application on the real transaction which took place on the Czech market in March 2017.

Keywords: Private Equity, Leveraged Buyout, mergers and acquisitions, M&A, financial leverage, debt financing.

OBSAH

ÚVOD	1
TEORETICKÁ ČÁST	3
1 FONDY SOUKROMÉHO KAPITÁLU (PRIVATE EQUITY)	3
1.1 Definice Private Equity	3
1.2 Vznik a historie odvětví Private Equity	4
1.3 Struktura a princip fungování PE fondů	8
1.4 Typy Private Equity fondů	12
1.4.1 Venture capital	12
1.4.2 Expansion capital	13
1.4.3 Buyouts	13
1.4.4 Turnaround capital	14
1.5 Systém odměn v Private Equity	14
1.6 Investoři PE fondů	16
1.7 Trh Private Equity	19
1.7.1 Globální PE firmy	19
1.7.2 Český Private Equity trh	21
2 LEVERAGED BUYOUT (LBO)	23
2.1 Definice LBO	23
2.2 Vznik a vývoj LBO transakcí	24
2.3 Tvorba hodnoty v LBO	25
2.3.1 Splacení dluhu	25
2.3.2 Zlepšení provozu	26
2.3.3 Růst EBITDA násobku	27
2.3.4 Finanční páka	28
2.4 Strategie exitu	32
2.4.1 Prodej strategickému investorovi	33
2.4.2 Prodej finančnímu investorovi	33
2.4.3 Initial Public Offering (IPO)	33
2.4.4 Rekapitalizace dividend	34
2.4.5 Statistika exitů na globálním a regionálních trzích	34
2.5 Vlastnosti ideálního podniku pro LBO	37
2.6 Financování LBO transakcí	40
2.6.1 Zdroje financování	42
2.7 Schéma LBO transakce	44
PRAKTICKÁ ČÁST	47
3 LBO MODEL	47
3.1 Představení modelované akvizice	47
3.1.1 Cílová společnost	47
3.1.2 Private Equity fond	49
3.2 Analýza účetních výkazů a finanční plán	49
3.2.1 Úprava účetních výkazů	50
3.2.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	55
3.2.3 Finanční plán	65
3.3 DCF model	71

3.3.1	<i>Volné peněžní toky (FCFF)</i>	73
3.3.2	<i>Diskontní míra (WACC)</i>	74
3.3.3	<i>Pokračující hodnota</i>	79
3.3.4	<i>Výsledné ocenění</i>	80
3.4	<i>LBO model</i>	81
3.4.1	<i>Odhad vstupních parametrů modelu</i>	82
3.4.2	<i>Zahajovací (pro-forma) rozvaha</i>	86
3.4.3	<i>Splátkový kalendář</i>	87
3.4.4	<i>Finální kompletace modelu</i>	88
3.5	<i>Analýza DCF a LBO</i>	89
3.5.1	<i>Analýza výnosnosti – IRR</i>	89
3.5.2	<i>Analýza finanční struktury transakce</i>	93
3.5.3	<i>Výsledné ocenění cílové společnosti</i>	94
ZÁVĚR		96
SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ		99
SEZNAM OBRÁZKŮ		102
SEZNAM TABULEK		103
SEZNAM PŘÍLOH		104
PŘÍLOHY		105

ÚVOD

Investice do Private equity fondů vždy byly považovány za "alternativní", tj. takové, které nepatří do jedné z klasických tříd aktiv: akcií, dluhopisů nebo nástrojů peněžního trhu. Private equity fondy obvykle investují své prostředky do velkých podílů v soukromých společnostech, které nejsou kótovány na akciovém trhu. Tyto odkoupené firmy osvobozené od finančních a korporátních omezení, řádně vylepšené a vybavené silně motivovaným manažerským týmem mají obrovský potenciál přinášet svým novým majitelům slušné výnosy. Ještě před pár desetiletí bylo odvětví private equity jen nepatrnou součástí finančních trhů, o které slyšelo jen málo lidí. Avšak nedávný bouřlivý růst v období před globální finanční krizí v roce 2008 přinesl private equity velkou popularitu a přilákal pozornost jak odborníků z finančního světa, tak i široké veřejnosti.

Fondy svojí aktivitou ovládají dominantní firmy v mnoha sektorech ekonomiky, napříč celým světem, často konsolidují celá odvětví a pomáhají firmám růst. Proto považují za velice zajímavé věnovat diplomovou práci komplexní analýze transakce typu leveraged buyout (dále již jen LBO) neboli zadluženého odkupu, která je základním a běžně používaným typem akvizice podniků v odvětví private equity. Přes velkou popularitu ve světě, doposud tomu nebylo věnováno tolik prostoru v českých publikacích a učebnicích, nejspíš kvůli menší četnosti těchto transakcí na místním trhu.

LBO v podstatě znamená odkoupení velkého podílu (nejčastěji 100%ního nebo aspoň majoritního) buď akciové společnosti (a stažení ji z burzy, tzv. going private) anebo privátní společnosti pomocí kreativní kombinace vlastního kapitálu a dluhu. Tvorba hodnoty v LBO transakcích má tři základní zdroje: provozní zlepšení a tím vyvolány růst tržeb a marže, použití dluhu jako finanční páky a násobková arbitráž, což znamená koupí za nižší a prodej za vyšší cenu. Nejúspěšnější fondy v současnosti se snaží nejvíc využít právě ten první faktor, který je založen na fundamentálním přístupu k zvýšení hodnoty a který je zároveň nejnáročnější na znalosti a dovednosti správců fondů.

První část této diplomové práce dává obecný pohled na svět private equity, jeho vznik a historii, principy fungování PE fondů a současné trendy na globálním a českém PE trzích. Jelikož jsou LBO obchody těsně spojeny právě s private equity odvětvím, je podle

mého názoru nezbytně nutné nejdřív pochopit kontext, ve kterém se tyto transakce odehrávají, a historický vývoj, který vedl k vzniku a pozdější evoluci akvizic typu LBO.

Druhá kapitola se zabývá vysvětlením principu fungování samotné LBO transakce. Po stručné historii vzniku a vývoje LBO je dán přehled možných exitů z investice daného typu, prozkoumáno na jednoduchých příkladech působení jednotlivých faktorů na tvorbu hodnoty, a poskytnut profil „ideálního“ kandidáta na akvizici typu LBO. Na závěr kapitoly je uvedeno nejpoužívanější schéma LBO transakce.

Praktická část je věnována budování plnohodnotného LBO modelu, který se dá použít na velké množství transakce typu LBO. Celkový výklad je doprovázen implementací modelu na simulaci reálně uskutečněné akvizici firmy POS Media Group českým PE fondem Genesis kapitál v březnu roku 2017. Kapitola se začíná stručným představením modelované transakce, pak na to navázána analýza účetních výkazů a finanční plán, ze kterého posléze plnohodnotný LBO model.

Hlavním cílem této práce je hlubší poznání a pochopení principů fungování transakce typu LBO a na základě toho vytvoření modelu, který by poskytoval možnost se postavit do role analytika private equity fondu při procesu investiční analýzy a rozhodování.

Vedlejším cílem je provedení ocenění cílové společnosti POS Media Group metodou DCF entity, které je postaveno na stejných provozních předpokladech jako LBO transakce, a srovnání jeho výsledku z výsledkem ocenění v LBO modelu na základě požadovaného PE fondem výnosu.

Jelikož data pro případovou studii v praktické části této práce pocházejí pouze z veřejných zdrojů, všechny názvy společností jsou reálné a veškeré finanční údaje odpovídají jejich skutečné výši v účetních závěrkách.

TEORETICKÁ ČÁST

1 Fondy soukromého kapitálu (Private Equity)

1.1 Definice Private Equity

Vymezení termínu Private Equity (PE) není jednoznačné, neboť existuje několik pohledů, které ho chápou různými způsoby. V širším pojetí lze považovat jakoukoliv investici do vlastního kapitálu veřejně neobchodovaných společností za private equity. Tím se ale teoreticky každá osoba, která vlastní nějaký podíl v soukromé společnosti stává private equity investorem. Proto, pokud se budeme bavit o investicích do soukromého kapitálu, vždy budeme mít na mysli opravdu velké transakce, během kterých investoři kupují buď velký podíl (majoritní anebo blížíci se hranici 50 %) anebo dokonce celou cílovou společností (100% podíl). Výhodou private equity investic je, že se investor stává spoluvlastníkem firmy a neinvestujete tak pouze do fondu, ale přímo do majetku firem. Peníze investora se přemění na podíl ve firmě, který se opět promění v peníze v okamžiku, kdy dojde k prodeji firmy, a tedy i prodeji podílu investora. Toto se obvykle děje po 5-7 letech od vstupu do dané firmy. Hlavním cílem je ve většině případů vytvořit partnerství s manažerskými týmy a akcionáři a pomáhat společností definovat strategii, vyvíjet a realizovat vhodné struktury financování a zaměstnávat talentované manažery.

Dále pojem Private equity zejména na americkém trhu lze členit na vlastně Private Equity a Venture Capital. Private Equity v užším pojetí zahrnuje investice do společností s jasnou historií ve fázi zralosti. Tato jasná historie poskytuje investorům relativně nižší riziko, jelikož firma hledá kapitál pro svůj rozvoj nikoliv pro spekulativní začátek, jako je tomu například u financování start-upů. Venture capital se naopak používá zejména pro investice do relativně mladých společností, které potřebují kapitál pro svůj rychlý rozvoj. Mezi těmito dvěma přístupy je rozdíl zejména v rizikovosti a očekávaném výnosu. Zatímco společnosti s jasnou historií představují relativně nižší riziko, mladé společnosti jsou pro investory vysoce rizikové a tomu odpovídá také očekávaný výnos investora, který se projeví mimo jiné ve valuaci

společnosti. Společnosti, které se specializují na investice do Private Equity, se obecně nazývají private equity fondy.¹

1.2 Vznik a historie odvětví Private Equity

Zrod rizikového kapitálu ve Spojených Státech se obecně připisuje generálovi Georgesu Doriotovi francouzskému vojákově, který přednášel management průmyslových podniků na Harvardské univerzitě. Doriot založil v roce 1946 první moderní společnost rizikového kapitálu American Research & Development (ARD) a to v přesvědčení, že by výsledky v oblasti výzkumu a vývoje v kombinaci s profesionálním řízením mohly přinést slibný růst a zhodnocení kapitálu. Zároveň bohaté rodiny na Východním pobřeží také založily své vlastní "fondy rizikového kapitálu". Například Rockefellerův fond, který investoval do jedné z prvních komerčních leteckých společností Eastern Airlines, byl řízen rodinou Rockefellerů.²

Na druhé straně Atlantiku se podmínky vyvíjely velmi odlišně. Po druhé světové válce se Evropa ocitla v troskách a "Plán evropské obnovy" (tak zvaný Marshallův plán) hrál zásadní roli při obnově Evropy po konfliktech. Vládní a obchodní lídři ve Velké Británii cítili potřebu vytvořit nějakou organizaci, která by poskytla kapitál malým podnikům, aby tím pomohla obnovit ekonomiku. V roce 1946 pod vedením Williama Percyho byl zřízen fond Investors in Industry s kapitálem poskytnutým bankami ve výši 10 milionů liber. V příštích třech desetiletích byli Investors in Industry (později přejmenováni na 3i) do značné míry jediným subjektem na private equity trhu ve Velké Británii. Pak obchodní banky postupně začaly hledat možnosti investovat volný kapitál do příležitostí, které jim byly nabízeny prostřednictvím jejich vztahů s korporátními klienty.

Na začátku 80. let se objevil nový způsob, jak efektivně investovat do soukromého kapitálu, a to právě za pomoci tak zvaného zadluženého odkupu (Leveraged Buyout), o kterém se podrobněji pojedná druhá kapitola této práce. V důsledku toho při koupi

¹ Matoušek, J. Jak fungují fondy typu Private Equity a Venture Capital? In: *Měšec.cz* [online]. 2012 [Cit. 2017-06-15]. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/jak-funguji-fondy-typu-private-equity-a-venture-capital/>

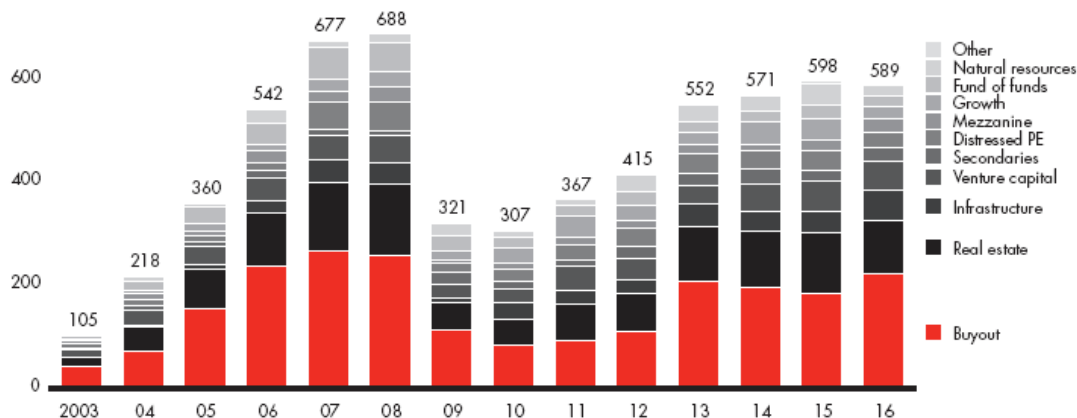
² Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 6

společnosti stačilo mít jen malý zlomek její ceny a zbytek byl financován obrovskými částkami dluhů, z nichž většina vznikala prostřednictvím emisí high-yield bondů neboli „junk bondů“.³

Obrázek 1 Fundraising v Private Equity (podle typu fondu)

Global PE capital raised (by fund type)

\$800B



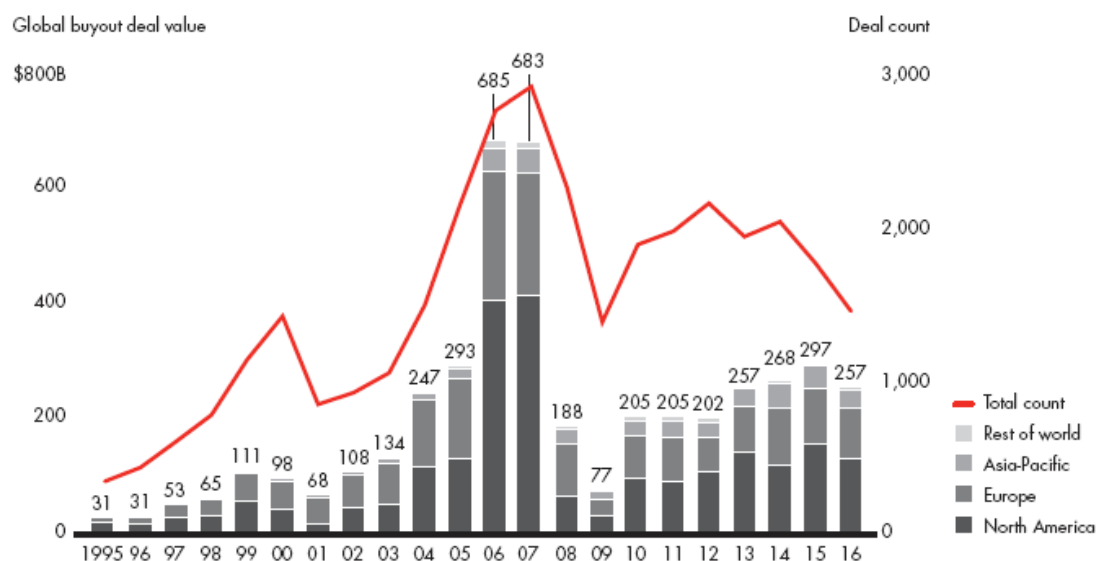
Zdroj: Bain & Company, Global Private Equity Report 2017

První polovina první dekády 21. století je spojena s obrovským nárůstem likvidity, který finanční trhy nikdy předtím nezaznamenaly. Podle průzkumu poradenské firmy Bain & Company⁴ se částka získaná private equity společnostmi po celém světě zvýšila z 92 miliard dolarů v roce 1997 na 360 miliard dolarů v roce 2005 a v roce 2007 dokonce na neuvěřitelných 677 miliard dolarů (viz obrázek 1). To znamená, že během tohoto období průměrná míra růstu přesáhla 20 % ročně. Pohaněné nabídkou levných úvěrů dosáhly PE obchody v tomto období neuvěřitelných úrovní. Zatímco celková hodnota transakcí v celosvětovém měřítku byla v roce 2000 o něco méně než 100 miliard amerických dolarů, o pět let později dosáhla částky 293 miliard dolarů a v roce 2007 pak 683 miliard dolarů (viz obrázek 2).

³ Spekulativní dluhopisy nabízející vyšší výnosy.

⁴ Global Private Equity Report 2017. Bain & Company [online]. 2017 [Cit. 2017-06-15]. Dostupné z: <http://www.bain.com/publications/articles/global-private-equity-report-2017.aspx>

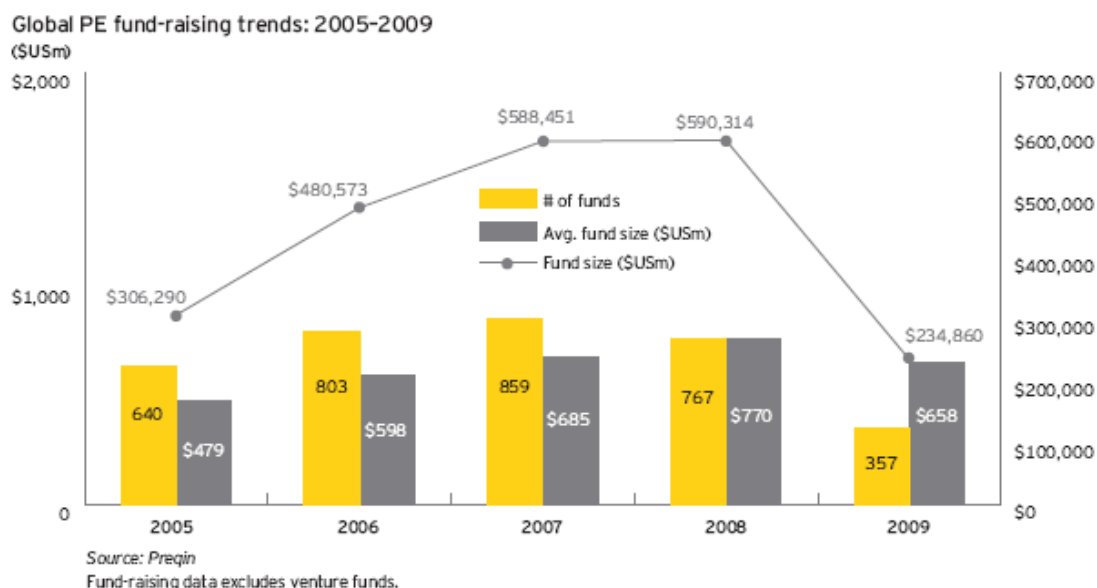
Obrázek 2 Celková hodnota a počet buyoutů ve světě



Zdroj: Bain & Company, Global Private Equity Report 2017

Průměrný private equity fond se výrazně zvětšil z 479 milionů dolarů v roce 2005 na 598 milionů dolarů v roce 2006 pak na 685 milionů dolarů v roce 2007 a na neuvěřitelných 770 milionů dolarů v roce 2008 (viz obrázek 3).

Obrázek 3 Počet, průměrná velikost a celkový fundraising PE fondů v letech 2005-2009

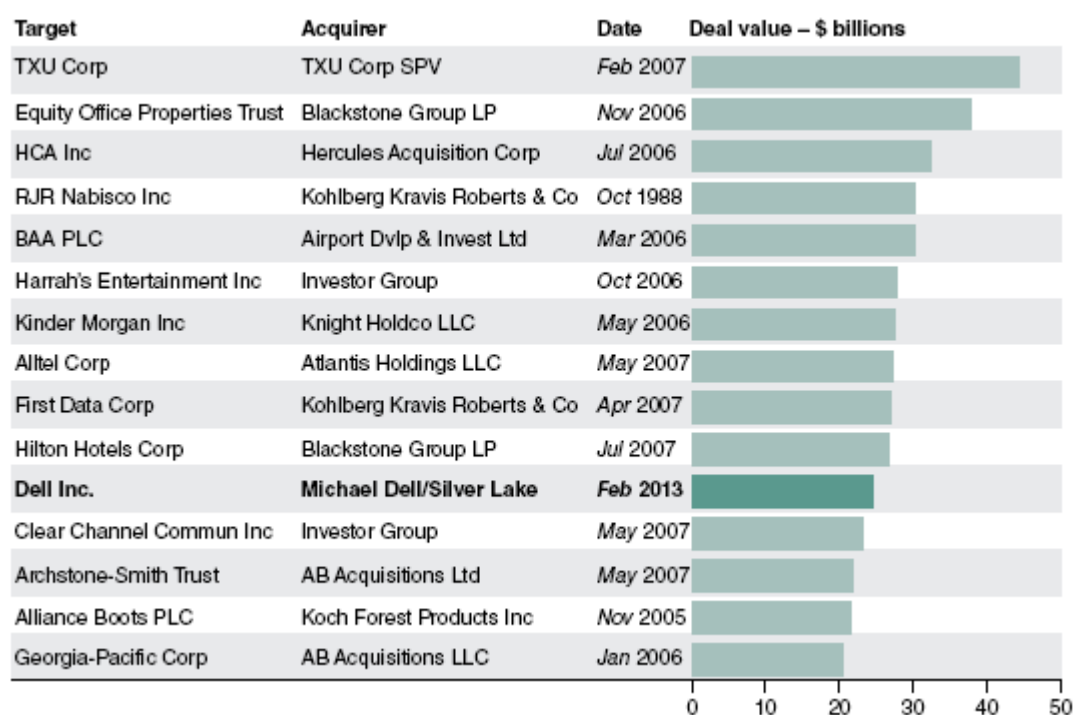


Zdroj: EY, 2010 global private equity watch

Tento růst byl podpořen kombinací snadno dostupného dluhového financování a vysokých výnosů v průmyslu ale také částečně vestavěnými pobídkami, které povzbuzovaly správce fondů k získávání větších a větších prostředků.

Během desetiletí, které vedlo k finanční krizi, rostli nejen fondy samotné, ale také nebyly výjimkou obchody za 20, 30 či dokonce 40 miliard amerických dolarů. Sedm z deseti⁵ největších LBO obchodů, které se kdysi uskutečnily, byly uzavřeny v letech 2005 až 2007⁶, jak ukazuje obrázek 4.

Obrázek 4 Největší private equity obchody v historii (v miliardách USD)



Zdroj: Thomson Reuters

V této souvislosti bylo zřejmé, že finanční krize musela mít hluboký dopad na celé odvětví private equity a zejména na fundraising. Náhlá nedostupnost dluhového financování na finančních trzích omezila obchodování, a získávání nových finančních prostředků dosáhlo rekordních minim. V roce 2008 fondy ještě získaly 688 miliard dolarů, ale v roce 2009 se toto číslo snížilo na 321 miliard dolarů a v roce 2010 pokračovalo v sestupné spirále na 307 miliard dolarů, což je nejnižší úroveň od roku 2004. Významné odpisy investic a opožděné exity portfoliových společností ovlivnily výkonnost fondů, z nichž mnohé vykazovaly negativní výsledky. Následně se trh

⁵ V seznamu ještě není uveden zatím největší v historii LBO odkup společnosti EMC koncernem Dell, který se uskutečnil 7. září 2016, a hodnota kterého dosáhla 60 miliard dolarů. Dvě třetiny kupní ceny – 40 miliard dolarů – bylo financováno dluhem. <http://fortune.com/2016/09/08/dell-emc-lbo/>

⁶ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 8

vzpamatoval z krize, a hladina získávaných prostředků v letech 2013-2016 již se vrátila skoro na předkrizovou úroveň.

1.3 Struktura a princip fungování PE fondů

Private equity fondy mají velké podíly v svých portfoliových společnostech, ve většině z nich dokonce až 100 %. Jsou tedy téměř vždy považovány za aktivisty⁷ a insidery. PE fondy můžou a musejí vytvářet hodnotu, a to nejen nákupem za nízkou cenu a prodejem za vyšší, ale také tím, že jsou zodpovědnými vlastníky a aktivně podporují management, aby zlepšil svoji výkonnost.

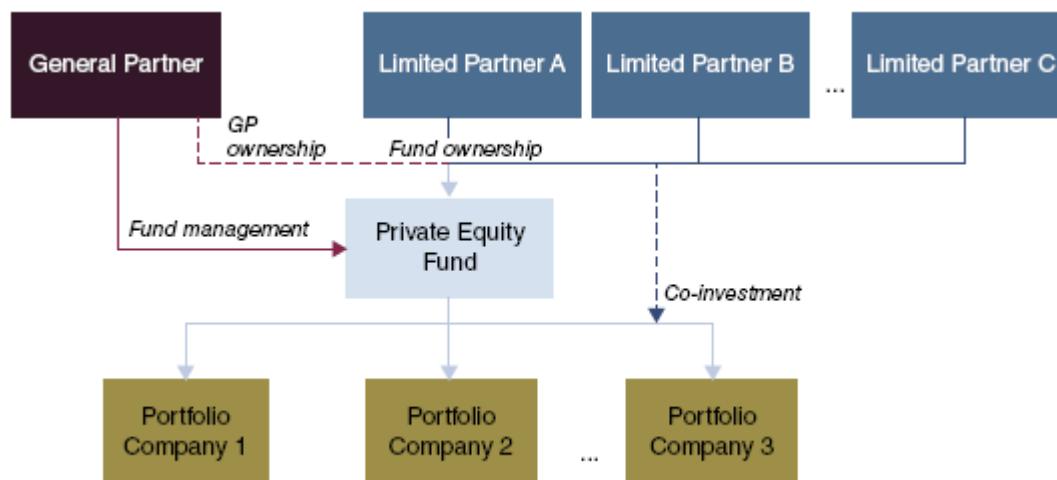
Private equity fondy mají obvykle omezenou životnost, po které musí být zlikvidovány a veškeré výnosy musí být vráceny (po odečtení odměn) investorům. Nejobvyklejší právní formou fondů v anglo-saských zemích je tzv. Limited Partnership (LP), které spravuje generální partner (GP). Investoři, kteří vkládají prostředky do fondu, jsou označovány jako Limited Partners (LP) a mají omezenou odpovědnost a pasivní roli, zatímco GP má velmi volnou ruku při výběru a řízení investic (viz obrázek 5)⁸. Partnerství se řídí podmínkami tzv. Limited Partnership Agreement (LPA). Obdoby Limited Partnership se objevují rovněž napříč kontinentálními právními řádů (např. société en commandité v lucemburském právu, kommanditselskab v dánském právu apod.). „Jako důvody obliby těchto forem bývá často citována daňová transparentnost, flexibilní kapitálová pravidla a nízká míra regulace, která umožňuje uplatnit širokou smluvní svobodu při utváření pravidel vnitřní struktury fondu, což je pro sofistikované investory private equity a venture kapitálových fondů vítaným jevem“⁹.

⁷ Investor-aktivista je takový investor, který používá vlastněný podíl v korporaci, aby vyvíjel tlak na její vedení. Cíle investorů-aktivistů se pohybují od finančních (zvýšení hodnoty vlastníků prostřednictvím změn v politice společnosti, struktuře financování, snížení nákladů atd.) do nefinančních (dezinvestice v určitých zemích, přijetí politik šetrných k životnímu prostředí atd.).

⁸ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 27-28

⁹ Mikula, O. Komanditní společnost jako forma investičního fondu. In: *PrávníProstor.cz* [online]. 19.05.2014 [Cit. 2017-06-21]. Dostupné z: <https://www.pravniprostor.cz/clanky/obchodni-pravo/komanditni-spolecnost-jako-forma-investicniho-fondu>

Obrázek 5 Typická struktura PE fondu



Source: Prequin

Zdroj: Leleux (2015), s.28

V České Republice do nedávna neexistovala právní forma, která by odpovídala charakteristikám Limited Partnership. Jenom v srpnu 2013 nabyl účinnosti nový zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech („ZISIF“), který nahradil dosavadní zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů („ZKI“), včetně prováděcích předpisů¹⁰. Nový ZISIF připouští vznik investičního fondu kvalifikovaných investorů ve formě komanditní společnosti, kde podíly nejsou představovány cennými papíry, jako je tomu v obecné úpravě, nebo ve formě komanditní společnosti na investiční listy, kde podíly jsou představovány cennými papíry – investičními listy. V obou případech se jedná o modifikace komanditní společnosti podle obecné úpravy, neboť ZISIF obsahuje pro ně platná zvláštní odchylná ustanovení, která mají zohlednit specifika fondového podnikání.

Limited partnerships se obecně vytvářejí na dobu zhruba deseti let s 4-5letým investičním obdobím, během něhož mohou být finanční prostředky fondu použité na nákup společností. V praxi často trvá déle než 10 let, než bude exitována poslední zbývající investice a fond bude zcela zlikvidován. Generální partneři nejdříve udělají tzv. "fundraising" neboli získávání finančních prostředků pro naplnění fondu. Jakmile fond dosáhne minimální hranici kapitálu GP můžou oznámit tzv. „first close“, aby

¹⁰ Neveselý, D. a Karásková, K. Nová úprava kolektivního investování. In: *ePrávo.cz* [online]. 12. 12. 2013 [Cit. 2017-06-21]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-kolektivniho-investovani-93176.html>

mohli začít investovat a čerpat poplatky za správu fondu. Fundraising ale bude pokračovat dále až do "final close". Během této obvykle omezené doby (např. 1 rok od first close) se noví LP mohou připojovat k fondu. Ale investoři, kteří přijdou později budou muset zaplatit drobnou peněžitou pokutu za toto zpoždění, na druhou stranu ale hned mohou využívat výhody plynoucí ze zhodnocení již uskutečněných po first close investic. Za příznivých podmínek jsou renomované GP schopni shromáždit prostředky do fondu pouze za několik měsíců. Ve špatných časech nebo pro správce fondů s méně hvězdnými výsledky může to trvat až několik let, než přijde na "final close".

Obrázek 6 Fáze životního cyklu PE fondu



Source: Prequin

Zdroj: Leleux (2015), s.28

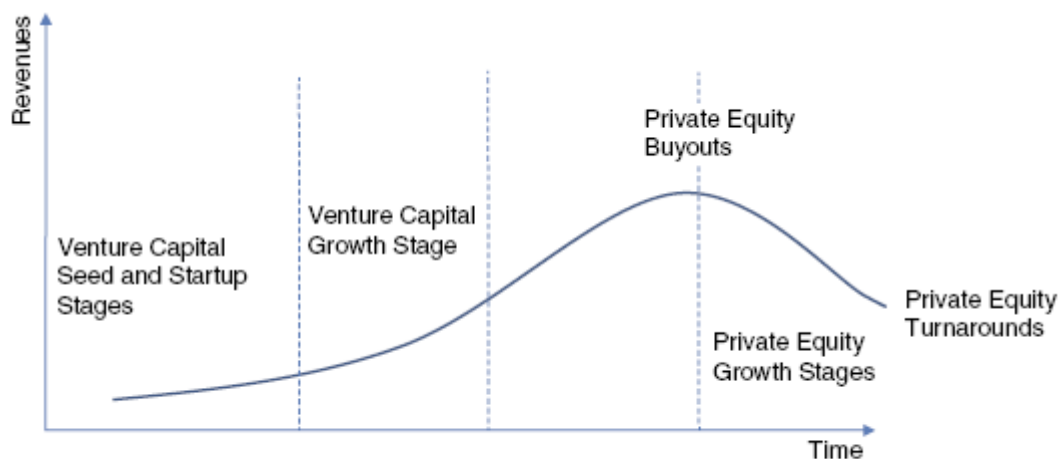
Po uzavření fondu přichází fáze "deal flow": vyhledávání investičních příležitostí, prověření je prostřednictvím due diligence¹¹ a uskutečnění transakcí. Typický buyout fond udělá 10 až 15 investic, fond rizikového kapitálu často více. Toto investiční období trvá obvykle čtyři až šest let. U každé investice investoři budou požadovat zlepšení hospodaření firmy a to tím, že budou těsně spolupracovat s managementem. Vrcholové vedení společností bude mít velmi specifické cíle, stejně jako nadstandardní pobídky k plnění těchto ambiciózních cílů. Motivačního balíček obvykle zahrnuje bonusy založené na výkonu a výstupech cílové společnosti. Když přijde čas prodeje, generální partneři zase s pomocí vedení společnosti, pomohou strukturovat a provést exit pro portfoliovou společnost. Na konci životnosti fondu by měly být všechny investice ukončeny, a fond bude nakonec zlikvidován, jak je uvedeno na obrázku 6¹².

¹¹ Due Diligence označuje komplexní audit, tedy hloubkovou kontrolu či prověrku podniku. Due Diligence se provádí obvykle při prodeji podniku, akvizici, majoritním kapitálovém vstupu investora nebo poskytnutí úvěru, a to z důvodů komplexního prověření jeho situace. Výsledek Due Diligence potvrzuje správnost všech faktů důležitých pro prodej a jistotu všem zúčastněným stranám. – <https://managementmania.com/cs/due-diligence>

¹² Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 28-29

Private equity odvětví vyvinulo široké spektrum specializovaných fondů s různými investičními strategiemi. Tyto strategie se dělí podle toho, v jaké fázi životního cyklu se nachází cílová společnost (viz obrázek 7).

Obrázek 7 Třídění fondů podle investiční strategie



Source: Prequin

Zdroj: Leleux (2015), s.30

Levá část grafu – "počáteční fáze" – je předmětem zájmu venture kapitálu, od seed investic (zakladatele firmy mají skvělý nápad s obrovským potenciálem, ale zatím neexistuje žádný prototyp, a podnikatelský záměr není jistý) a start-upů (kdy je vidět koncept podnikání, a již existuje nějaký prototyp, zároveň je jasný podnikatelský plán) do různých kol investování do growth kapitálu. Rychlé rostoucí společnosti potřebují peníze k růstu, a většina peněz investorů na rozdíl od buyoutu skončí přímo v kapitálu společnosti. Při buyoutu většina peněz má tendenci skončit v kapsách prodávajících svůj podíl akcionářů. Přechod od venture kapitálu k private equity je plynulý, často spojený se zapojením do transakce externího dluhového financování. Jakmile společnosti mají reálná aktiva, určitou ziskovost a prokazatelnou historii, stává se z nich solidní základna pro získávání větších zdrojů, navíc stále vyžadují nové kapitálové injekce k pokrytí peněžních deficitů. To je právě doména klasických private equity fondu typu "růst / expanze". Zralé firmy se nachází na vrcholu životního cyklu, co se týká finanční stability a velikosti majetkové základny, mají vynikající peněžní toky a malé požadavky na kapitálové investice. Firmy v této fázi jsou zpravidla nejlepší kandidáty pro "management buyouty", kdy noví vlastníci a silnější motivační pobídky

pro manažerské týmy mohou vytvářet nové příležitosti pro růst nebo dokonce odvracení útlumu cílových společností.

1.4 Typy Private Equity fondů

Odvětví private equity definuje transakce podle účelu, pro který je investice požadována. Britská asociace private equity a venture capital fondů (BVCA¹³) používá následující 4 kategorie podle fáze životního cyklu firmy, do které fond investuje¹⁴.

1.4.1 Venture capital

Venture capital jako kategorie pokrývá investice v počáteční fázi často v technologickém sektoru (fintech, biotechnologie apod.) a s vysokým potenciálem růstu. Tyto vysoce rizikové investice s vysokým potenciálem návratnosti jsou zaměřeny na začínající podniky předtím, než bude ověřen jejich skutečný výnosový potenciál. Rizikový kapitál jako třída je dále rozdělen na více specializované segmenty: seed capital, start-up capital a venture growth capital.

Seed kapitál umožňuje vývoj podnikatelského konceptu, který zahrnuje přípravu podnikatelského plánu, prototypů a dalšího výzkumu ještě před uvedením produktu na trh a zahájením rozsáhlé výroby. Investice do seed kapitálu jsou obvykle malé a prováděny vysoce specializovanými venture kapitalisty, kteří spíše sázejí na slibné projekty nebo nápady.

Start-up kapitál se používá k vývoji produktů nebo služeb společnosti a k financování počátečního marketingu. I když start-up firmy jsou obvykle malé společnosti, některé především technologické projekty vyžadují značné množství kapitálu na vývoj a výzkum, který by v budoucnu mohl přinést obrovské zisky.

Growth kapitál naproti tomu slouží k rozšíření výroby a prodeje ve společnostech, které již dokončily fázi vývoje produktu, ale ještě pořád mají záporná čísla. Tyto společnosti obvykle pořád čelí velké míře nejistoty z budoucího prospěchu.

¹³ Klasifikace vychází ze zprávy BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2009

¹⁴ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 31-33

1.4.2 Expansion capital

Expansion kapitál slouží k růstu a rozšiřování zavedené společnosti. Investice by mohla být využita k financování rozšíření výrobní kapacity a pracovního kapitálu, rozvoje produktů nebo marketingu. Je také znám jako "rozvojový" nebo "růstový" kapitál, a hranice mezi tím, co představuje "growth venture" a "expansion" kapitál, je někdy mlhavá. Obecně řečeno, růstový kapitál by byl zařazen pod "venture", pokud stále mívá poměrně velké množství provozního a tržního rizika, a pod "expansion", pokud produkt nebo služba prokázala svou přitažlivost, a společnost je dostatečně zralá.

1.4.3 Buyouts

V pozdějších fázích životního cyklu, kdy jsou společnosti již považovány za zralé a mají stabilní výnosy a / nebo potenciál k zefektivnění činnosti, na řadu přicházejí buyout fondy. Právě tento druh PE fondů drží zdaleka největší podíl na celém PE trhu a bude hlavním předmětem zájmu této diplomové práce.

Buyout transakce jsou také rozděleny do více specializovaných typů. Management buyouty (MBO) například umožňují stávajícím manažerským týmům získat nebo odkoupit významný podíl ve společnosti nebo obchodní jednotce, kterou řídí. MBO se pohybují od koupě poměrně malých dříve rodinných podniků až po obrovské divize velkých korporací. Související s nimi transakce nazývané Management buy-in (MBI) umožňují skupině externích manažerů odkoupit si firmu a převzít její vedení. Existují také buyouty, kdy nový tým se skládá jak z insiderů, tak i z externích manažerů, v tomto případě vedení společnosti získává podnik, který pak řídí spolu s dalšími příchozími manažery. Tyto transakce jsou často označovány jako buy-in management buyouts (BIMBO).

Široce používaný pojem Leveraged Buyout (LBO) je poněkud abstraktní, protože téměř všechny odkupy zahrnují pákový efekt, tj. akvizice jsou částečně financovány z dluhů. Obecně však platí, že tento termín se vztahuje na transakce, které zahrnují velký podíl dluhů ve vztahu k vlastnímu kapitálu. Mezinárodní měnový fond (MMF) proto

definuje LBO jako "nákup kontrolního podílu ve společnosti převážně prostřednictvím vypůjčených prostředků"¹⁵.

1.4.4 Turnaround capital

Konečně turnaround kapitál je financování podniků, které se potýkají s potížemi a klesajícími výnosy, s cílem obnovit jejich prosperitu. Tyto fondy jsou správně považovány za speciality v private equity odvětví skládající se z malého počtu úzce specializovaných odborníků.

1.5 Systém odměn v Private Equity

Cyril Demaria¹⁶ stručně a výstižně popisuje schéma peněžních toků mezi třemi klíčovými protagonisty private equity sektoru: investory fondů (LP), správce fondů (GP) a management cílových společností (viz obrázek 8).

Správci fondů neboli generální partneři zpravidla vydělávají peníze třemi způsoby¹⁷:

- 1) Management fee – poplatek za správu, obvykle placený každé čtvrtletí předem,
- 2) Carried interest – úrok obvykle odvozený jako procento z vytvořené hodnoty v portfoliových investicích,
- 3) Consulting fees – poměrně kontroverzní poplatky za služby poskytované portfoliovým společností.

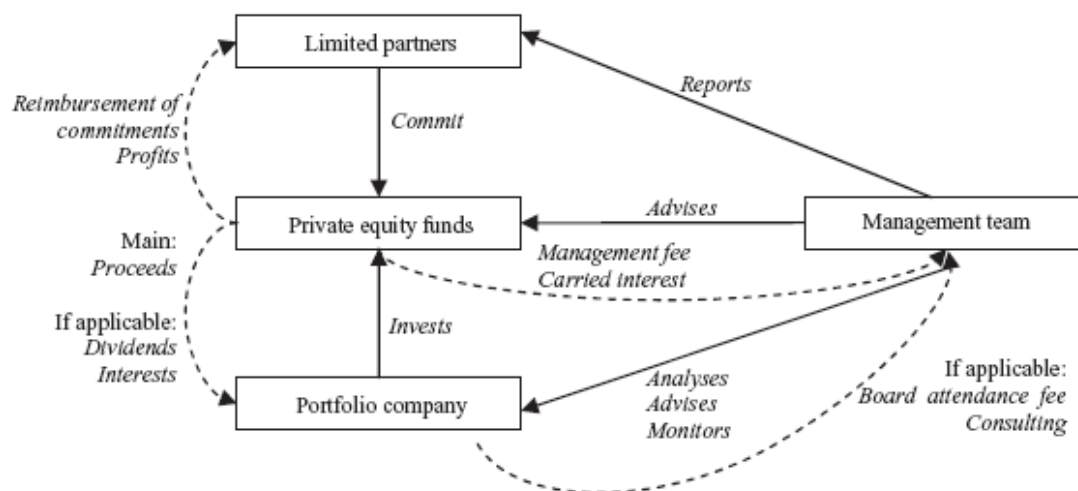
Management fee je určen k pokrytí provozních nákladů manažerského týmu jako jsou mzdy, režijní náklady, cestovní náklady, náklady na externí due diligence atd. Obvykle je placen limited partnerem jako procento z kapitálového závazku (committed capital), a obvykle se pohybuje mezi 1,5 % a 3 % v závislosti na velikosti a konkrétním zaměření fondu nejčastěji však 2 %.

¹⁵ The International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, April 2011.

¹⁶ Demaria, C. *Introduction to private equity*. Chichester, West Sussex, U.K.: Wiley, 2010, s. 55

¹⁷ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 43

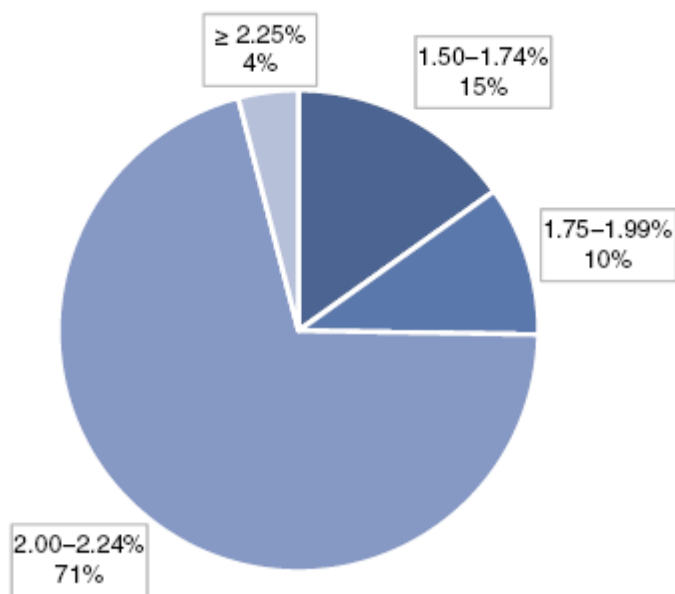
Obrázek 8 Peněžní toky v private equity



Zdroj: Demaria (2010), s. 55

Obrázek 9 znázorňuje rozdělení velikosti správních poplatků v procentech v buyout fonděch. Časem mají poplatky za správu tendenci klesat, zejména po ukončení investičního období, kdy veškeré prostředky jsou již investovány.

Obrázek 9 Rozdělení velikosti management fees v buyout fonděch

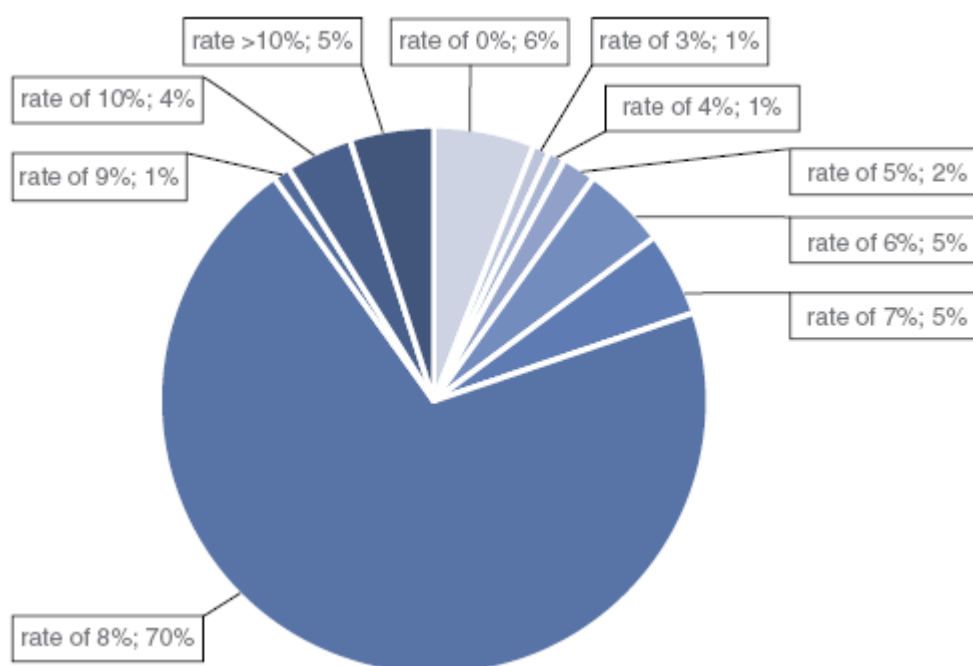


Zdroj: Leleux (2015), s. 43

Carried interest představuje podíl na kapitálovém zisku fondu, který je vyplácen generálnímu partnerovi po dosažení určité míry výnosnosti fondu. Jakmile je tato hranice dosažena, úrok se zpravidla vyplácí na celkový kapitálový zisk, nikoliv jen na

rozdíl mezi požadovaným investory a skutečným ziskem. Zisky se považují za realizované pouze při exitu z investice obvykle prostřednictvím prodeje strategickému investorovi, IPO, refinancováním anebo dalším buyoutem. Schéma kompenzačních výplat se může lišit od fondu k fondu, obvykle carry interest je stanoven kolem 20 %, zatímco minimální požadovaná investory výnosová míra (hurdle rate) je obecně založena na dlouhodobých výnosech z akcií a na úrokových sazbách a obvykle se pohybuje v rozmezí od 5 % do 8 %. Obrázek 10 ukazuje rozložení hurdle rate v evropských PE fondech.

Obrázek 10 Rozdělení velikosti hurdle rate v PE fondech



Zdroj: Leleux (2015), s. 44

1.6 Investoři PE fondů

Minimální kapitálové závazky v private equity fondech (tzv. commitment) často přesahují 5 milionů dolarů na jeden fond. K dosažení určitého stupně diverzifikace v portfoliu při investování do private equity fondů je zapotřebí investovat zhruba do 15-25 takových pozic, dobře rozložených mezi různými asset manažery, geografickými oblastmi, strategiemi a ročníky. Jinými slovy, řádně diverzifikované portfolio vyžaduje schopnost investovat do tohoto druhu aktiv nejméně 100 milionů dolarů na období 10-12 let s omezenými požadavky na likviditu. Vysvětluje to, proč

mezi investory v PE fondech najdeme většinou institucionální investory, kteří jsou schopni mobilizovat značné částky peněz do jednotlivých fondů¹⁸.

Podle průzkumu společnosti Preqin, která se zabývá analýzou dat z trhů alternativních investic¹⁹, 32 % všech LP jsou velké penzijní fondy, rozdělené přibližně na polovinu mezi veřejnými penzijními fondy a soukromými penzijními fondy (public and corporate pension funds). Nadace a univerzitní nadační fondy (foundations and endowments) představují dohromady dalších 23 %. Dále jdou fondy fondů s 12 % a pojišťovny s 11 %. Zbytek je rozdělen mezi velké množství menších skupin, mezi nimi jsou komerční a investiční banky (6 %), investiční společnosti (5 %) a správce aktiv (4 %).

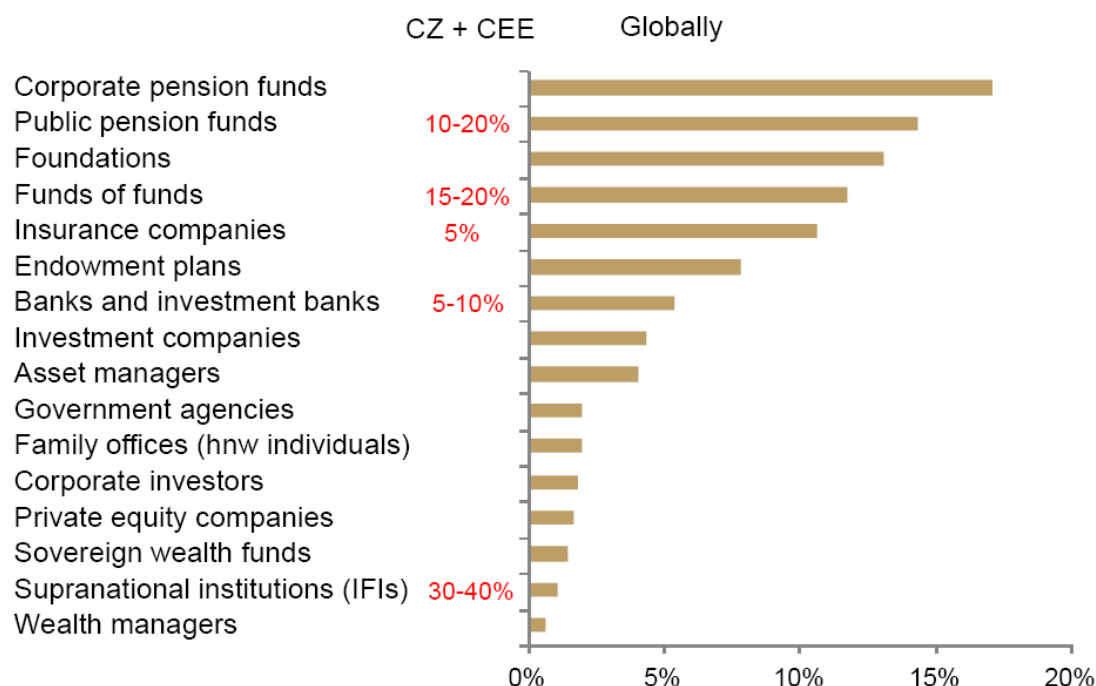
Podle údajů společnosti Genesis Capital působící na českém trhu private equity v České republice a regionu střední a východní Evropy situace je poněkud jiná. Převážnou většinu investorů u nás představují nadnárodní instituce (30-40 %). Dále jdou fondy fondů a veřejné penzijní fondy, které na místním trhu mají přibližně stejné procentuální zastoupení jako na trhu globálním (10-20 %), celkový obrázek pak dokresluje velké banky a pojišťovny²⁰ (viz obrázek 11).

¹⁸ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 37

¹⁹ Za alternativní investice lze považovat investice do jakýchkoliv aktiv, které nepatří do skupiny klasických investičních instrumentů – akcie, dluhopisy a hotovost. Ve světě financí mohou alternativní aktiva zahrnovat speciální hmotná aktiva, jako jsou přírodní zdroje nebo nemovitosti, dále taky speciální investiční metody, jako jsou hedgeové fondy nebo fondy soukromého kapitálu (private equity fondy).

²⁰ Hanzl, R. Genesis Capital. Private Equity in Czech Republic and Central European Region. In: *Czech Private Equity and Venture Capital Association* [online]. 20th October 2016 [Cit. 2017-07-05]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/93-file-File-Genesis_Capital_Presentation_-_CVCA_-_2016-10-20_FINAL.pdf

Obrázek 11 Investoři v PE fonděch

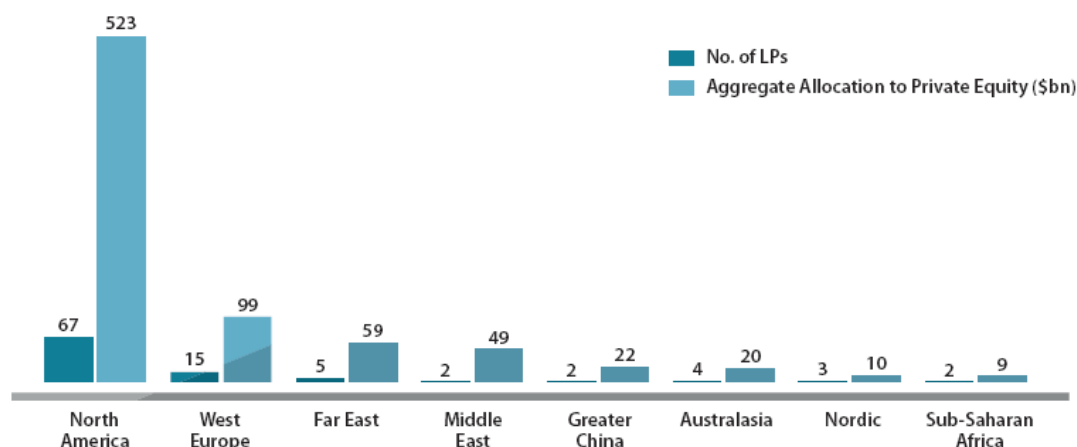


Zdroj: Genesis Capital, prezentace

Ze seznamu 100 největších investorů do PE fondů je vidět, že zdaleka největší podíl mají americké veřejné penzijní fondy. Pak následují statní suverénní fondy bohatých zemí jako například Bahrajn, Singapur, Spojené arabské emiráty, Hong Kong apod. Přesto že celkem v oboru private equity mají tyto fondy relativně malé zastoupení, jejich absolutní velikost je enormní, proto hodně jich se nachází v seznamu 100 největších investorů.

Obrázek 12 Geografické rozdělení 100 největších investorů v PE fonděch

Top 100 Private Equity LPs by Region



Zdroj: Preqin, The private equity top 100, únor 2017

Obrázek 13 Top 20 největších investorů v PE fonděch

Rank	Investor	Type	Headquarters	Assets under Management (\$bn)	Current Allocation to Private Equity (\$bn)
1	CPP Investment Board	Public Pension Fund	Toronto, Canada	281	44.4
2	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Sovereign Wealth Fund	Abu Dhabi, United Arab Emirates	792	39.6*
3	GIC	Sovereign Wealth Fund	Singapore	350	31.5
4	California Public Employees' Retirement System (CalPERS)	Public Pension Fund	Sacramento, US	305	25.4
5	APG - All Pensions Group	Asset Manager	Heerlen, Netherlands	432	21.6
6	Ontario Teachers' Pension Plan	Public Pension Fund	Toronto, Canada	124	21.0
7	CDPQ	Public Pension Fund	Montreal, Canada	188	20.0
8	Washington State Investment Board	Public Pension Fund	Olympia, US	84	17.6
9	National Pension Service	Public Pension Fund	Seoul, South Korea	461	17.1
10	California State Teachers' Retirement System (CalSTRS)	Public Pension Fund	Sacramento, US	192	16.3
11	John Hancock Financial Services	Asset Manager	Boston, US	400	16.0
12	Teacher Retirement System of Texas	Public Pension Fund	Austin, US	133	15.9
13	New York State Common Retirement Fund	Public Pension Fund	Albany, US	179	14.0
14	Oregon State Treasury	Public Pension Fund	Salem, US	69	13.7
15	TIAA	Private Sector Pension Fund	New York, US	889	13.5
16	Florida State Board of Administration	Public Pension Fund	Tallahassee, US	179	12.1
17	Hong Kong Monetary Authority	Sovereign Wealth Fund	Central, Hong Kong	442	11.8
18	PGGM	Asset Manager	Zeist, Netherlands	188	10.2
19	China Life Insurance	Insurance Company	Beijing, China	366	9.9
20	Bahrain Mumtalakat Holding Company	Sovereign Wealth Fund	Bahrain Bay, Bahrain	11	9.7

Zdroj: Preqin, *The private equity top 100*, únor 2017

1.7 Trh Private Equity

1.7.1 Globální PE firmy

Převážná většina private equity firem, které jsou považovány za lídry ve svém oboru a které mají největší objem peněz pod svojí správou, byly založeny hned na začátku období, kdy celé private equity odvětví začalo rychlými tempy získávat popularitu mezi investory. Tím, jak ty firmy procházely různými etapy vývoje celého odvětví od zrození LBO transakcí v 80. letech přes finanční krizi v roce 2008 a až po oživení během posledních 2-3 let, sbíraly cenné zkušenosti a budovaly reputaci úspěšných a schopných správců PE fondů. Na obrázku 14 je uveden aktuální seznam největších společností působících na globálním trhu private equity podle výši získaných investičních prostředků během posledních 10 let. Uvedeme jenom pro informace stručnou charakteristiku některých nejvýznamnějších z nich:

- Carlyle Group – má více než 30 kanceláří umístěných v Severní a Jižní Americe, Evropě, Africe, na Středním východě a v Asii. Společnost byla založena v roce 1987 a sídlí ve Washingtonu.

- Blackstone Group – založena v roce 1985, má sídlo v New Yorku s pobočkami v Londýně, Hongkongu, Pekingu a Dubaji.

Obrázek 14 Top 20 největších private equity firem

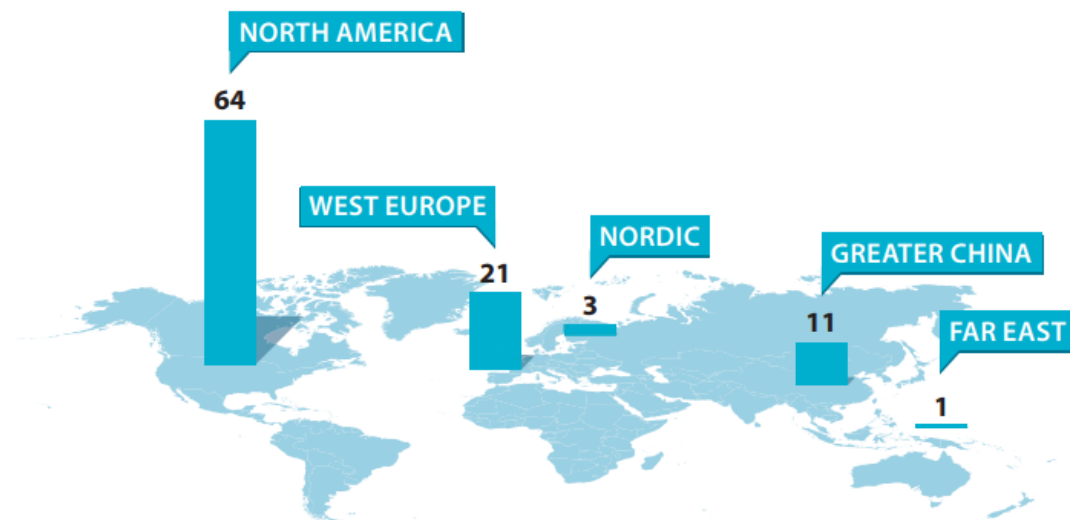
Rank	Firm	Headquarters	Aggregate Capital Raised in the Last 10 Years (\$bn)	Dry Powder (\$bn)
1	Carlyle Group	Washington, US	66.7	15.8
2	Blackstone Group	New York, US	62.2	31.9
3	KKR	New York, US	57.9	17.6
4	Goldman Sachs	New York, US	55.6	16.0
5	Ardian	Paris, France	53.4	22.3
6	TPG	Fort Worth, US	47.0	12.9
7	CVC Capital Partners	London, UK	42.2	10.6
8	Warburg Pincus	New York, US	41.6	12.9
9	Advent International	Boston, US	40.9	14.4
10	Bain Capital	Boston, US	37.7	10.0
11	Apax Partners	London, UK	35.8	8.6
12	Apollo Global Management	New York, US	33.1	7.2
13	Hellman & Friedman	San Francisco, US	28.2	10.2
14	HarbourVest Partners	Boston, US	26.2	7.6
15	Silver Lake	Menlo Park, US	21.5	5.1
16	Leonard Green & Partners	Los Angeles, US	21.2	9.5
=	Lexington Partners	New York, US	21.2	7.3
18	Vista Equity Partners	San Francisco, US	20.8	7.3
19	China Reform Fund Management	Beijing, China	19.6	18.9
20	Adams Street Partners	Chicago, US	19.2	6.2

Zdroj: Preqin, *The private equity top 100*, únor 2017

- KKR – dříve Kohlberg Kravis Roberts & Company. Společnost KKR & Company, která byla založena v roce 1976 a sídlí v New Yorku, je známá jako jedna z prvních firem, které se angažovaly v rozsáhlých LBO transakcích, které jsou stále jednou ze specialit firmy. Mezi pozoruhodnými transakcemi firmy patří její odkup v roce 1989 společnosti RJR Nabisco a buyout společnosti TXU v roce 2007, obě jsou považovány za největší LBO v historii (obě společnosti ale shodou okolností zanedlouho po buyoutu zkrachovaly a přinesly značné ztráty investorům).
- Apollo Global Management – založil v roce 1990 Leon Black. Společnost působí celosvětově, má sídlo v New Yorku s dalšími pobočkami v Los Angeles, Londýně, Frankfurtu a Singapuru. Specializuje se na LBO a investice do firem v nouzi.

Obrázek 15 Geografické rozdělení 100 největších private equity firem

Top 100 Private Equity GPs by Location



Zdroj: Preqin, *The private equity top 100*, únor 2017

1.7.2 Český Private Equity trh

V České republice působí řada PE firem a skupin. Nejaktivnější jsou ARX Equity Partners, Genesis Capital a Credo.

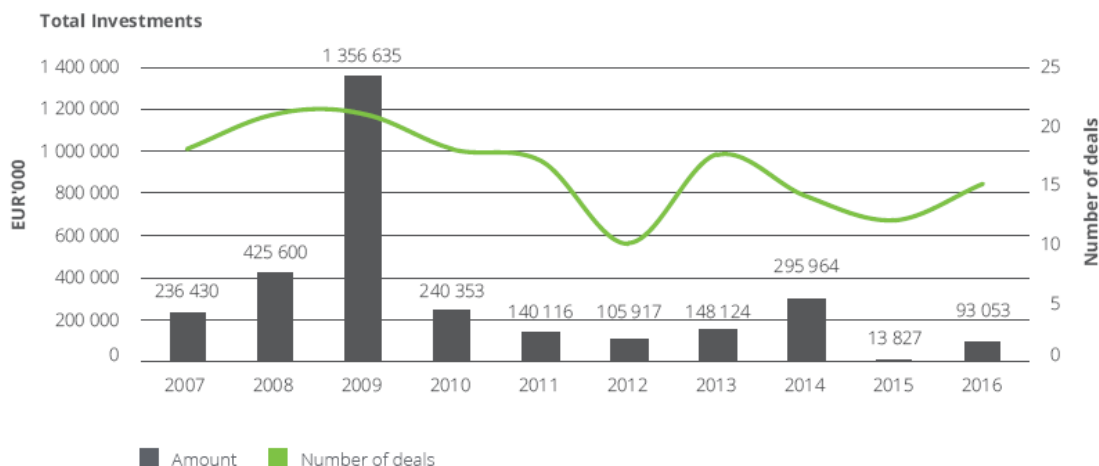
Kromě těchto hráčů se na trhu pohybují také investiční skupiny typu PPF, J&T nebo Penta Investment, které sice realizují investice typu private equity, ovšem ze své podstaty nejsou private equity fondy, neboť spravují zejména finanční prostředky svých partnerů, nikoliv jiných institucionálních investorů. Z toho důvodu mohou být také flexibilnější ve svých investicích a jejich investiční horizont může být i neomezený.²¹

Celkem aktivita českého private equity trhu podle statistik CVCA²² je pořád docela nízká v porovnání s předkrizovým obdobím: v roce 2016 bylo uzavřeno 16 obchodů v celkové hodnotě něco málo pod 100 milionů eur. Na rozdíl od toho počet exitů v roce 2016 vzrostl po nevýrazném roce 2015.

²¹ Matoušek, J. Jak fungují fondy typu Private Equity a Venture Capital? In: *Měšec.cz* [online]. 2012 [Cit. 2017-06-15]. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/jak-funguji-fondy-typu-private-equity-a-venture-capital/>

²² CVCA Private Equity Report 2015-2016. In: *Czech Private Equity and Venture Capital Association* [online]. June 2017 [Cit. 2017-07-05]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/114-file-File-CVCA_Private_Equity_Report.pdf

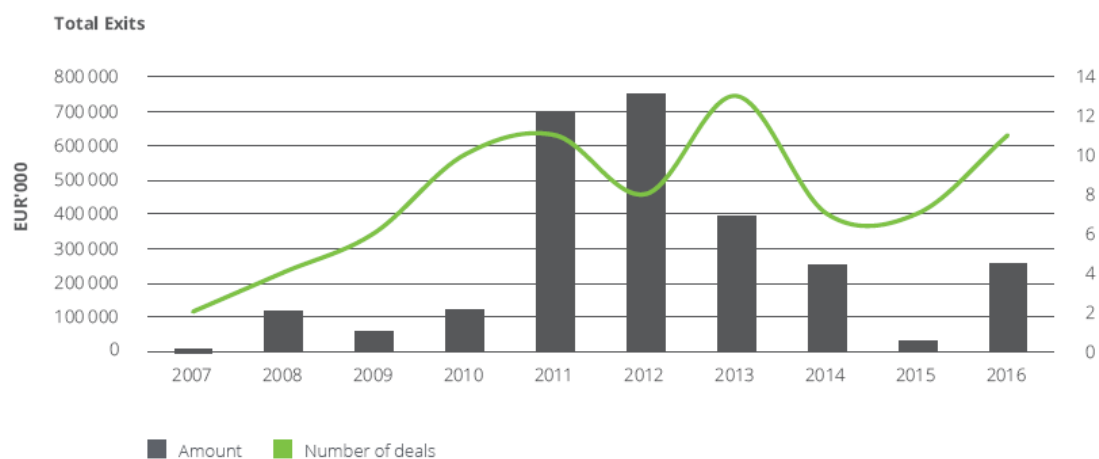
Obrázek 16 Aktivita českého PE trhu – Investice



Zdroj: CVCA, Private Equity Report 2015-2016

Několik exitů ukázaly, že generální partneři jsou schopní generovat výnosy pro své investory a někteří dokonce relativně rychle: společnost Genesis Capital po dvou letech držení prodala francouzskému strategickému investorovi firmu Swell, která se zabývá výzkumem a vývojem pro automobilový průmysl. Byl to jen jeden ze šesti exitů, který tento český investor provedl v průběhu roků 2015-2016. Dalšími byli Profimedia, HSW Signall, Game Czech, Roltechnik a AZ Klima – všichni byly koupeny strategickými investory. Stojí za zmínku další významný exit: společnost AVG byla prodána společnosti Avast za 1,3 miliardy dolarů.

Obrázek 17 Aktivita českého PE trhu – Exity



Zdroj: CVCA, Private Equity Report 2015-2016

2 Leveraged buyout (LBO)

2.1 Definice LBO

Leveraged buyout je základním a zároveň docela komplikovaným typem akvizice běžně používaným v investičním bankovníctví a v private equity. LBO je akvizice společnosti s využitím dluhu pro financování velké části kupní ceny. Zbývající část kupní ceny je financována z vlastních prostředků finančního investora. LBO používají investoři k získání kontroly nad podniky. Tyto podniky mohou působit v různých oborech, a jsou to jak veřejné, tak i soukromé společnosti, jakož i jejich divize a dceřiné společnosti. Konečným cílem investora je realizace přijatelného výnosu z jeho kapitálové investice při exitu obvykle formou prodeje nebo IPO cílové společnosti. Historicky investoři požadují roční výnos kolem 20 % a uzavírají investice (skrz exit) v horizontu do pěti let.²³

Hodně autoru, například Paul Pignataro²⁴ a Brian DeChesare²⁵, pro základní vysvětlení mechanismu LBO používají jednoduchý příklad s pořízením hypotéky na koupi domu nebo bytu. V obou transakcích ušetříte peníze tím, že vložíte na začátku jen malou částku v hotovosti a půjčíte si zbytek. V LBO se "akontace" nazývá vlastní kapitál (equity) a "hypotéka" se nazývá dluh (debt). Pokud si sjednáte hypotéku na financování koupě domu, můžete si koupit větší dům i když nemáte na to dost peněžních prostředků. Po určitou dobu vaši příjmy budou používány na splácení jistiny a úroků z hypotéčního úvěru. Postupně tím, jak se snižuje v průběhu času jistina dluhu, zvyšuje se váš vlastní podíl v domě. Fakticky dluh je přeměněn na vlastní kapitál. A už můžete prodat dům a získat nějaký kladný profit. Tento koncept je vlastně hodně podobný leveraged buyoutu. V LBO používáme velký podíl dluhu k nákupu podniku. Peněžní toky, které generuje podnik, v průběhu trvání investice použity na splácení dluhu. Dluh se přemění na vlastní kapitál a je pravděpodobně, že podnik prodáme se ziskem.

²³ Rosenbaum, J. a Pearl, J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 199

²⁴ Pignataro, P. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2014, s. 3

²⁵ DeChesare, B. Leveraged Buyout (LBO) Model Overview. In: *Breaking Into Wall Street* [online]. [Cit. 2017-07-16]. Dostupné z: <https://breakingintowallstreet.com/biws/demonstration-portal-files/Financial-Modeling-Fundamental3/BIWS-LBO-Quick-Reference.pdf>

V tradiční struktuře financování LBO dluh obvykle činí 60 % až 70 % celkových finančních prostředků, zbývajících 30 % až 40 % tvoří vlastní kapitál. Nepřiměřeně vysoká míra zadlužení, která vzniká kupované společnosti, je podpořena finančním plánem volných peněžních toků a majetkovou základnou, která umožňuje investorovi přispět pouze malým podílem vlastních zdrojů ve vztahu ke kupní ceně. Možnost využití finanční páky je pro investory velmi důležitá, aby dosáhli přijatelných výnosů. Navíc k tomu použití pákového efektu poskytuje dodatečnou výhodu v podobě úrokového daňového štítu.

2.2 Vznik a vývoj LBO transakcí

V sedmdesátých a osmdesátých letech začal bouřlivý růst trhu korporátních akvizic. Jako způsob dalšího zvýšení bohatství a posílení postavení vrcholového vedení růst prostřednictvím fúzí nebo akvizic pohltil korporátní svět. Přestože fúze a akvizice existovaly po celá desetiletí, v polovině sedmdesátých let se rozjel multi-miliardový závod s názvem nepřátelské převzetí. Pak následoval prudký nárůst LBO transakcí v osmdesátých letech, který vyvrcholil nejznámějším buyoutem svého času – odkupem společnosti RJR Nabisco za v té době neuvěřitelných 25 miliard dolarů firmou Kohlberg Kravis Roberts (nyní známou jako KKR) v roce 1989.²⁶

Leveraged buyout v tom smyslu, ve kterém ho dnes známe, se objevil v 80. letech. V lednu 1982 skupina investorů vedená bývalým americkým ministrem financí Williamem Simonem získala výrobci pohlednic Gibson Greetings za 80 milionů dolarů a financovala podstatnou část akvizice dluhem. Podnik byl prodán jen o 16 měsíců později a byl oceněn částkou přesahující 290 milionů dolarů. Znamenalo to počátek prvního LBO boomu, který spatřili finančníci jako jsou Jerome Kohlberg a Henry Kravis bývalí bankéři v Bear Stearns. Kupovali společnosti s použitím malého podílu vlastního kapitálu a obrovskými částkami dluhů, ze kterého většina byla emitována prostřednictvím high-yield neboli junk bondů.

Osmdesátá léta byla charakteristická vznikem "jednoduchých peněz", který byl právě spojen s vytvořením trhů s high-yield bondy. Vynález tohoto typu cenných papírů se připisuje finančníkovi Michaelu R. Milkenovi, vedoucímu oddělení high-yield a

²⁶ Pignataro, P. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2014, s. xi

konvertibilních dluhopisů ve společnosti Drexel Burnham Lambert. Přístup k takovému agresivnímu druhu dluhového financování umožnil investorům půjčit více peněz na financování obrovských akvizic. Čím více prostředků je půjčeno, tím méně vlastního kapitálu je potřeba mít, což vede k potenciálně vyšším výnosům. Tento koncept vyšší návratnosti s menšími kapitálovými injekcemi na začátku vyvolal zájem mezi fondy, a dokonce i bohatými jedinci a rozšířil se po celém světě. Od buyoutu malých podniků v hodnotě 10 milionů dolarů do nedávného výkupu společnosti EMC koncernem Dell za 67 miliard dolarů drobní investoři, fondy a nadšenci byli fascinováni mechanikou, agresivitou a vysokým návratovým potenciálem LBO.²⁷

2.3 Tvorba hodnoty v LBO

Existují tři hlavní zdroje tvorby hodnoty, které přispívají k úspěšnému LBO: splacení dluhu a jeho přeměna na equity, zefektivnění provozu podniku a růst tržních násobků.²⁸ Popíšeme je a ukážeme na jednoduchých příkladech, jak každý z nich pozitivně působí na výslednou hodnotu.²⁹ Předpokládáme, že sponzor koupí společnost za 100 milionů eur, s použitím 60 milionů eur dluhového financování (60 % kupní ceny) a 40 milionů eur vlastního kapitálu (40 % ceny). V každém scénáři jsou výsledky vypočteny jak pomoci ukazatele míry výnosnosti IRR, tak i v jednoduché cash návratnosti (podrobněji o výpočtu těchto veličin viz kapitola 3.5.1 Analýza výnosnosti – IRR této práce).

2.3.1 Splacení dluhu

Hotovost, kterou podnik vytvoří, bude použita na splacení dluhu a úroků. Hodnotu vytváří právě přeměna dluhu na vlastní kapitál. Z tohoto důvodu je společnost s vysokými a konzistentními peněžními toky je dobrou investicí pro LBO.

Předpokládáme, že podnik generuje kumulativní free cash flow ve výši 50 milionů eur, který slouží k splacení jistiny dluhu během investičního horizontu. Splacení dluhu

²⁷ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 6-7

²⁸ Pignataro, P. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2014, s. 3

²⁹ Rosenbaum, J. a Pearl, J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 211-215

logicky zvyšuje hodnotu vlastního kapitálu v poměru jedna ku jedné. Za předpokladu, že sponzor prodal podnik za 100 milionů eur při exitu, hodnota investice se zvýší z 40 milionů eur při nákupu na 90 milionů eur při prodeji, ačkoli celková hodnota podniku se nezmění. V tomto příkladu dosahuje IRR hodnoty 17,6 % (za předpokladu pětiletého investičního horizontu) a cash návratnosti 2,25x.

Obrázek 18 Tvorba hodnoty v LBO – splacení dluhu, příklad

Předpoklády	
Kupní cena	100
Equity	40
Dluh	60
Splatka dluhu	50
Prodejní cena	100
Hodnota equity při exitu	90

IRR	17,6%
Cash návratnost	2,25 x

Zdroj: Vlastní tvorba

2.3.2 Zlepšení provozu

Jakmile vlastníme firmu, budeme chtít provést nějaké zlepšení, abychom zvýšili provozní výkonnost této firmy. Zvýšení provozní výkonnosti podniku nakonec zvýší peněžní toky, které budou použity na rychlejší splácení dluhu. Ale důležitější je, že provozní zlepšení zvýší celkovou hodnotu podniku, což znamená, že můžeme ho prodat za vyšší cenu, než za jakou jsme ho koupili. Vráťme se k již zmíněnému v úvodu této kapitoly příkladu s hypotékou. Předpokládali jsme, že po několika letech dům prodáme. Pokud provedeme nějaké renovace domu, nejspíš ho budeme chtít prodat za vyšší cenu. Z tohoto důvodu investoři a fondy hledají podniky, které by mohly nějakým způsobem zhodnotit. Často má konkrétní investor nebo fond odbornou znalost oboru, do kterého investují. Možná mají nápad, jak zvýšit tržby, nebo mohou zajistit lepší přístup k distribučním kanálům, nebo mají pocit, že mohou rychleji a efektivněji rozvíjet tento podnik. Anebo investor vidí velké problémy ve vedení, které hodlá co nejdříve opravit. Každé z těchto provozních zlepšení by mohlo zvýšit celkovou hodnotu podniku.

V druhém příkladu předpokládáme, že stejný podnik nesplácí žádný dluh během investičního horizontu. Naopak všechny volné peněžní prostředky reinvestuje do provozních zlepšení a tím dosahuje zvýšení provozního zisku (EBIT nebo EBITDA) a logicky i celkové hodnoty řekněme o 50 % na 150 milionů eur po pěti letech. Vzhledem k tomu, že dluh představuje fixní závazek vůči podniku (jeho výše se za jinak stejných podmínek nemění), přírůstek hodnoty podniku ve výši 50 milionů eur se celý připočítává k hodnotě vlastního kapitálu. Stejně jako v předchozím příkladu se hodnota investice zvyšuje z 40 milionů na 90 milionů eur, ale tentokrát bez splácení dluhu. V důsledku toho máme úplně stejný IRR a cash návratnost jako v prvním příkladu (tj. 17,6 % a 2,25x).

Obrázek 19 Tvorba hodnoty v LBO – provozní zlepšení, příklad

Předpoklády	
Kupní cena	100
Equity	40
Dluh	60
Splatka dluhu	0
Prodejní cena	150
Hodnota equity při exitu	90

IRR	17,6%
Cash návratnost	2,25 x

Zdroj: Vlastní tvorba

2.3.3 Růst EBITDA násobku

Název tohoto faktoru mluví sám za sebe: hodnota společnosti se zvyšuje v důsledku nárůstu průměrných tržních násobků pro odvětví, ve kterém firma působí, nebo pro trh obecně. K tomu dochází, když PE fond treffi spodní části tržního cyklu a investuje do podniku na začátku růstové fázi trhu. Samozřejmě růst násobku je snem každého investora, protože nemusí nic dělat pro to, aby jeho hodnota šla nahoru. Jinými slovy to znamená v některém smyslu „oběd zdarma“. Na druhou stranu je nutné také pochopit, že investor nemá žádný vliv na změnu násobku (lack of control over the multiple). Proto, jak v případové studii v praktické části této práce uvidíme, při modelování LBO transakce obvykle zakládáme stejnou velikost EBITDA násobku kupní a prodejní ceny.

Růst násobku působí na výsledek LBO stejným způsobem jako provozní zlepšení v předchozím příkladu: jeho růst při stejné výši EBITDA povede k zvýšení prodejní ceny a tím pádem k vyšší návratnosti investovaných prostředků. Proto tady místo toho radši uvedeme spíše teoreticky³⁰ příklad ideální situace, kdy dochází ke kladnému působení všech tří faktorů najednou.

Obrázek 20 Tvorba hodnoty v LBO – komplexní působení faktorů, příklad

Předpoklády	
Kupní cena	100
Equity	40
Dluh	60
Splatka dluhu	50
Prodejní cena	180
Hodnota equity při exitu	170

IRR	33,6%
Cash návratnost	4,25 x

Zdroj: Vlastní tvorba

Vycházíme ze stejných předpokladů: kupní cena je 100 milionů eur, z toho 60 milionů je financováno dluhem, zbytek je equity. Během investičního horizontu pěti let dochází ke zlepšení provozního výsledku firmy. Zároveň tržní podmínky v okamžiku prodeje jsou příznivější, než byly na začátku investice, předpokládáme proto, že působení těchto dvou faktorů povede k zvýšení prodejní ceny na 180 milionů eur. Dluh je také řádně splacen ve stejné výši jako v prvním příkladu – 50 milionů eur. Jak je vidět na obrázku, společné působení všech faktorů přináší podstatný nárůst v obou ukazatelích návratnosti: IRR se zvedl z 17,6 % na 33,6 % a cash návratnost z 2,25x na 4,25x.

2.3.4 Finanční páka

Působení finanční páky na výši návratnosti vlastních prostředků investorů v LBO je očividná: čím více je poměr dluhu k equity, tím více je relativní návratnost vložených prostředků (dále to ukážeme na příkladu). Ale nebudeme zařazovat tento efekt do zdrojů tvorby hodnoty v LBO transakci, protože páka samotná negeneruje hodnotu

³⁰ V reálných ekonomických podmínkách je to svého druhu „Jackpot“, protože pravděpodobnost dosažení takového výsledku je velmi malá.

jako takovou ale „jenom“ ji zvedá na požadovanou (velmi slušnou v porovnání s ostatními finančními instrumenty na trhu) investory úroveň. Tady bych měl zdůraznit, že finanční páka v LBO jako i všude jinde působí obousměrně. To znamená, že stejným způsobem může páka jak zvednout výnosnost investice, pokud podnik bude fungovat a generovat zisky a peněžní toky podle plánu, tak i relativně rychlé a snadno přivést podnik k bankrotu, pokud se ekonomické podmínky budou vyvíjet podle pesimistického scénáře, a cash flow podniku nebude stačit při nejlepším na uhrazení dluhu, při nejhorším na pokračování v provozní činnosti.

Koncepce využívání finanční páky pro zvýšení návratnosti je zásadní pro pochopení LBO, proto ilustrujeme její působení na jednoduchém příkladu. Za předpokladu, že prodejní cena je pevně stanovená, vyšší podíl dluhu ve struktuře financování (a odpovídající tomu nižší podíl equity), generuje vyšší výnos. Příklad názorně ukazuje tento efekt porovnáním výnosů LBO financovaného s použitím 40 % dluhu versus LBO financovaného se 60 % podílem dluhu.

Obrázek 21 Finanční páka – příklad s nižším podílem dluhu

Předpoklády	
Kupní cena	100
Equity	60
Dluh	40
Splatka dluhu	30
Prodejní cena	150
Hodnota equity při exitu	140

IRR	18,5%
Cash návratnost	2,33 x

Zdroj: Vlastní tvorba

V prvním případě předpokládáme, že investor koupí cílovou společnost za 100 milionů eur s využitím dluhu ve výši 40 milionů eur (40 % z kupní ceny) a přispěje 60 miliony z vlastní kapsy (60 % z kupní ceny). Po pěti letech udělá exit za 150 milionů eur, což znamená zvýšení hodnoty podniku o 50 milionů eur (prodejní cena 150 milionů eur minus kupní cena 100 milionů). Dále předpokládáme, že během pětiletého investičního horizontu podnik vytváří roční volný peněžní tok po zaplacení úrokových nákladů ve výši 6 milionů eur (celkem 30 milionů za pět let), který se celý používá k

splacení dluhu. Po skončení pětiletého investičního horizontu původně investované equity narůstá z původních 60 milionů eur na hodnotu 140 milionů eur (růst hodnoty podniku ve výši 50 milionů + splacení dluhu ve výši 30 milionů). Tento scénář generuje IRR 18,5 % a cash návratnost 2,33x po pěti letech (viz obrázek 21).

V druhém případě předpokládáme, že sponzor kupuje stejný podnik za 100 milionů eur, ale již použije 60 milionů dluhu (60 % z kupní ceny) a investuje 40 milionů eur z vlastních zdrojů (40 % z kupní ceny). Stejně jako v minulém případě předpokládáme, že cíl prodáváme za 150 milionů na konci 5. roku. Jak je patrné z obrázku 22, do konce roku 5 se původní equity 40 milionů eur zvýší zase o 80 milionů eur na 120 milionů (prodejní cena 150 milionů minus zbývajících dluh 30 milionů). Tento scénář generuje IRR ve výši 24,6 % a cash návratnost přesně 3,0x po pěti letech.

Obrázek 22 Finanční páka – příklad s vyšším podílem dluhu

Předpoklády	
Kupní cena	100
Equity	40
Dluh	60
Splatka dluhu	30
Prodejní cena	150
Hodnota equity při exitu	120

IRR	24,6%
Cash návratnost	3,00 x

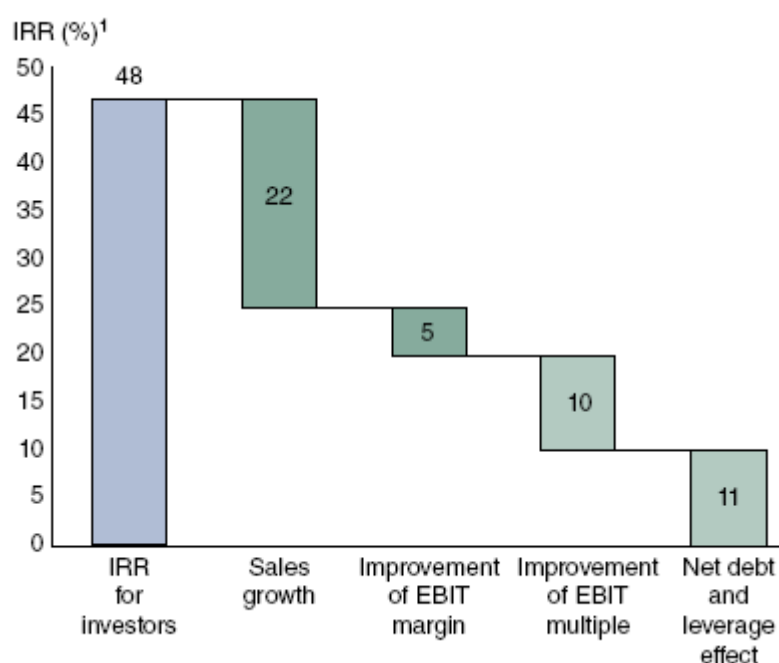
Zdroj: Vlastní tvorba

Musíme ale poznamenat, že výsledek druhého příkladu není úplně korektní. Samotný výpočet je sice správný, ale výše cash flow by měla být opravena o zvýšení úrokových nákladů v důsledku vyššího dluhu (dluh se zvýšil jak kvantitativně, tak s největší pravděpodobností i kvalitativně – vyšší zadluženost nejspíš posune podnik do nižších ratingových skupin u emitentu, a tím dojde k zdražení dluhu) a o snížení daně kvůli vyššímu daňovému štítu. Tím pádem výsledné hodnoty návratnosti vloženého kapitálu by správně museli být o trochu nižší. Nicméně nic to nemění na tom, že finanční páka, jak je vidět, významně prospívá ke zlepšení ukazatelů rentability investovaného kapitálu. Jednoduchou změnou poměru dluhu k equity ve finanční struktuře transakce

z 40 % na 60 % jsme výrazně zvýšili IRR z 18,5 % na 24,6 % a cash návratnost z 2,33x na 3,0x.

Ještě jednou podotkneme, že zatímco vysoká finanční páka může být použita k vytváření vyšších výnosů, není nic zadarmo, a existují určitý trade-off³¹. Vyšší páka (a s ní i dluh) zvyšuje rizikový profil společnosti a pravděpodobnost finanční tísně, což omezuje finanční flexibilitu a dělá společnost citlivější na hospodářský nebo ekonomický útlum.

Obrázek 23 Odhady value driverů LBO v roce 2008 podle studie BCG



Zdroj: Leleux (2015), s.91

Na závěr kapitoly o tvorbě hodnoty v LBO transakcích se podíváme na výsledky studii společnosti BCG o vlivu jednotlivých faktorů na celkový výnos v LBO obchodech, které uvádí Benoit Leleux ve své knize.³² Ve své studii z roku 2008 BCG prozkoumala finanční údaje o 32 společnostech z portfolia sedmi evropských private equity firem. Následně poradenská firma porovnávala hodnotu podniku v okamžiku koupě s hodnotou

³¹ Trade-off je řešení situace, kdy je nutné si vybrat jednu ze dvou možností, přičemž každá volba má pozitivní i negativní důsledky. Jako trade-off by se dala nazvat situace, kdy je udělána malá oběť (negativní důsledek), ale výsledek negativa vyvažuje/převažuje. – Wikipedia

³² Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 91

realizovanou při exitu a rozložila příspěvek vyjádřený IRR na jednotlivé faktory. Jak je vidět na obrázku 23, z průměrné IRR, které v předkrizové době u vybraného vzorku dosahovalo 48 %, 22 procentních bodů bylo připsáno růstem tržeb, 5 bodů zlepšením provozní ziskové marže, 10 bodů nárůstem EBIT násobků a pouze 11 bodů pákovým efektem.

2.4 Strategie exitu

Finanční výnosy z LBO se realizují jen v okamžiku prodeje cílové společnosti. Většina sponzorů má za cíl na konci investičního horizontu provést tzv. exit jinými slovy prodat nebo nějak jinak zpeněžit své investice. Jak uvádějí Rosenbaum a Pearl³³, exit se zpravidla realizuje prostřednictvím prodeje jiné společnosti (obvykle označovanou jako strategický kupec nebo investor), prodeje jinému fondu nebo IPO. Fondy mohou rovněž získat peníze ještě před exitem prostřednictvím rekapitalizace dividend, což znamená emisi dodatečného dluhu, který bude celý použit na vyplacení dividend akcionářům. Konečné rozhodnutí o tom, kdy přesně zpeněžit investice, však závisí na vývoje provozních výsledků cílové společnosti i na převládajících tržních podmínkách. V některých případech, např. jestli podnik dosáhl obzvlášť dobrých zisku, a tržní podmínky jsou příznivé, exit nebo zpeněžení se může nastat během jednoho až dvou let. Naopak fond může být vynucen držet investice déle, než je požadováno, jestli očekává, že podmínky pro prodej v nejbližší budoucnosti budou lepší (podnik dosáhne lepších výsledků, tržní podmínky se budou zlepšovat).

Ke konci investičního horizontu by v ideálním případě měl PE fond zvýšit EBITDA cílové společnosti (např. prostřednictvím organického růstu, akvizic a / nebo zvýšení ziskovosti) a snížit dluh, čímž výrazně zvýší hodnotu vlastního kapitálu. Investor se také snaží dosáhnout co největšího exit násobku. Existuje několik strategií zaměřených na dosažení růstu exit násobku: zvýšení velikosti a rozšíření provozu, smysluplné provozní vylepšení, přesun podniku směrem k hodnotnějším tržním segmentům, zrychlení organického růstu a / nebo ziskovosti cíle a také přesné načasování prodeje na vrcholu cyklu nebo během hospodářského vzestupu.

³³ Rosenbaum, J. a Pearl, J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 216-217

2.4.1 Prodej strategickému investorovi

Podnik může být prodán strategickému kupujícímu (korporaci, která vidí strategické výhody v zapojení kupované firmy do svého provozu). Investoři se tradičně snažili prodávat portfoliové společnosti strategickým kupcům, kteří obvykle představují nejatraktivnější potenciální uchazeče kvůli své schopnosti realizovat synergie z nákupu, a proto platí vyšší cenu. Strategičtí kupci mohou také těžit z nižších nákladů na kapitál a nižších požadovaných mírách výnosnosti.

2.4.2 Prodej finančnímu investorovi

Ačkoli to není příliš běžné, zvětšující se počet PE fondů nicméně způsobil situaci, že exity prodejem jiným investorům jsou stále častější. Podnik může být prodán jinému PE fondu, který třeba má jiné zaměření a dokáže převést firmu na další úroveň. Navíc během zaplavení trhů dluhového financování levnými úvěry mohou být investoři schopni využívat vysokou úroveň finanční páky a velkorysých podmínek financování k tomu, aby nabízeli vyšší kupní ceny, a tím konkurovaly velkým strategickým investorům.

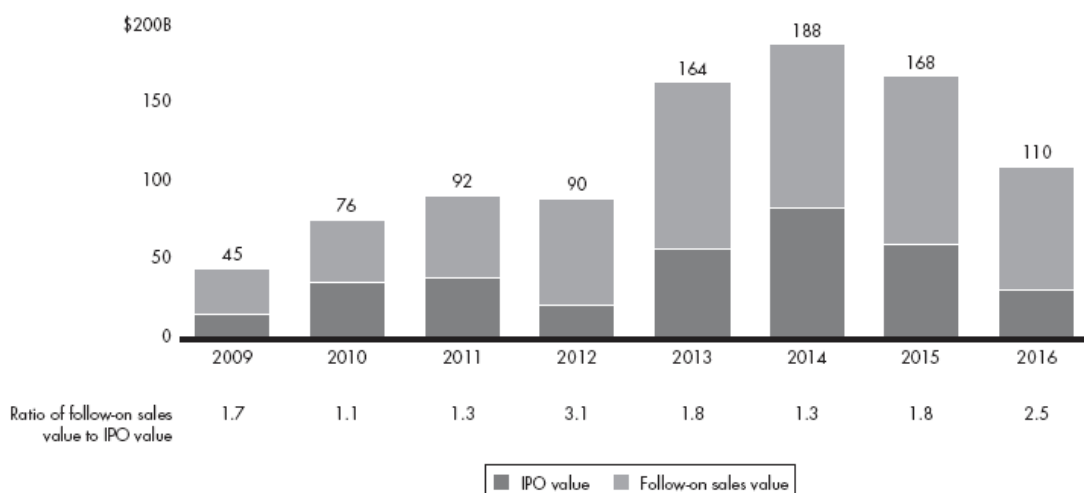
2.4.3 Initial Public Offering (IPO)

Pokud je společnost ve správné fázi svého životního cyklu, a pokud trhy mají dobrou kondici, může být společnost prodána na veřejných trzích prostřednictvím veřejné nabídky akcií (IPO). Při exitu přes IPO private equity fond prodává část svého podílu v cílové společnosti veřejnosti. Po IPO fond obvykle pořád drží majoritní podíl v equity s tím, že úplný exit bude probíhat postupně uvolněním držených akcií nebo eventuálním jednorázovým prodejem zbylé části equity. Toto ilustruje obrázek 24, který uvádí poměr částek získaných během samotného IPO a pozdějším uvolňováním akcií.

Na rozdíl od přímého prodeje IPO zpravidla poskytuje fondu jen částečné zpeněžení své investice. Na druhou stranu ale IPO poskytuje sponzorovi likvidní trh pro zbývající podíl a současně zachovává příležitost participovat na potenciálním budoucím růstu podniku. Navíc, v závislosti na podmínkách na akciovém kapitálovém trhu, může IPO nabízet indikativní ocenění pro případný přímý prodej zbývajícího podílu.

Obrázek 24 Hodnota IPO a následného prodeje akcií u LBO exitů

Global equity capital markets exit value for buyout-backed companies



Zdroj: Bain & Company, Global Private Equity Report 2017

2.4.4 Rekapitalizace dividend

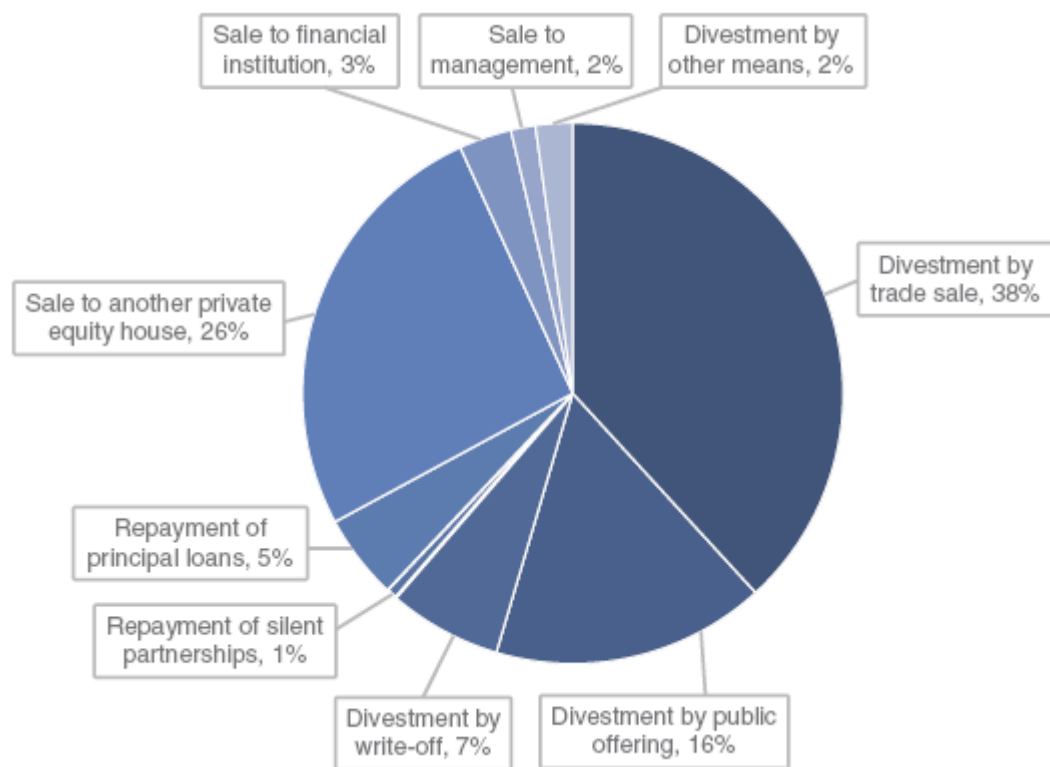
Ačkoli to není pravá exit strategie, rekapitalizace dividend je způsob, jakým může fond získat likviditu ze svých investic. Funguje to jako refinancování hypotéky nebo sjednání druhé hypotéky na stejnou nemovitost, aby majitel získal hotovost. Podnik emituje dluh (sjednává si další úvěr) a rozděluje získané peněžní prostředky mezi vlastníky podniků v podobě dividend. Rekapitalizace dividend poskytuje investorovi další výhodu: zachovává v cílové společnosti původní podíl na equity, a tím mu zůstává možnost se podílet na jakémkoli budoucím růstu podniku, a nadále ponechává za sebou možnost uskutečnit klasický exit v budoucnu přes přímý prodej nebo IPO. V závislosti na velikosti vyplacených dividend může fond získat zpět celou investovanou na začátku investice částku (nebo dokonce i více).

2.4.5 Statistika exitů na globálním a regionálních trzích

Hodně lidí si myslí, že úspěšný exit z private equity investice spočívá ve vstupu na burzu cenných papírů prostřednictvím IPO. Ve skutečnosti jsou IPO relativně vzácné a jako takové nepředstavují velké procento exitů. Podle evropské asociace venture

capital a private equity fondů (EVCA) v roce 2012 představovaly exity přes veřejný úpis akcií prostřednictvím IPO pouze 16 % evropských LBO.³⁴

Obrázek 25 Statistika exitů z LBO v Evropě v roce 2012



Zdroj: Leleux (2015), s. 95

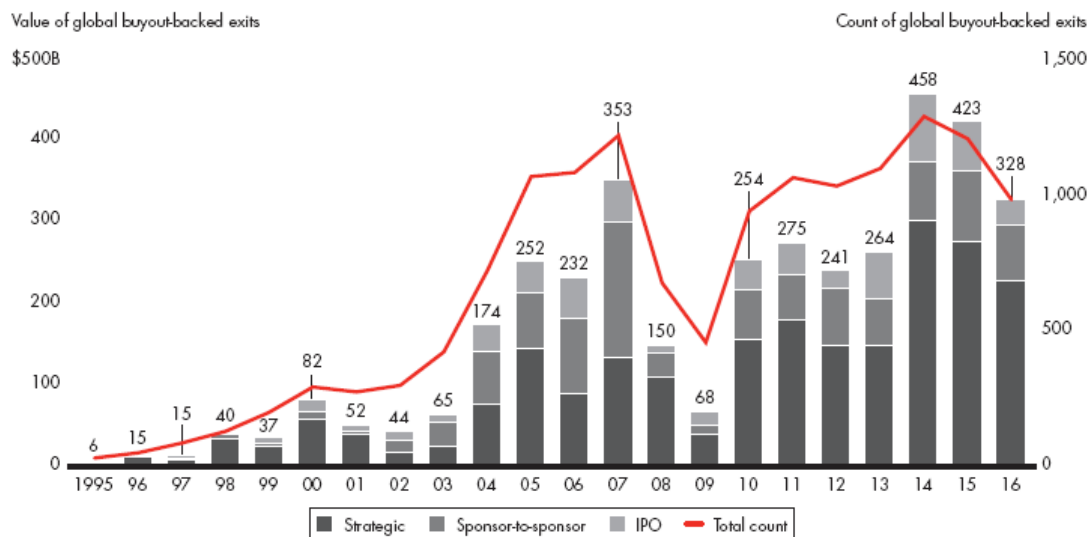
Přímý prodej strategickému investorovi je nejobvyklejším exitem v LBO, představuje 38 % exitů evropských buyoutů v roce 2012. Přestože některé akvizice jsou placeny akciovým podílem v kupujících společnostech, private equity firmy (a většina kupujících) upřednostňují hotovost jako prostředek směny, aby se zabránilo komplikacím spojeným s řízením kupovaného podniku. Odpisy představovaly v roce 2012 zhruba 7 % všech evropských LBO. Toto číslo před několika lety bylo daleko vyšší (40 % v roce 2009) kvůli finanční krizi.

V celosvětovém měřítku jsou přímé prodeje strategickým investorům také nejběžnější cestou pro private equity LBO, dále sledují prodeje jiným finančním sponzorům, tzv.

³⁴ Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Wiley Finance Series, 2015, s. 95-96

sekundární buyouty, a v menší míře i IPO a restrukturalizací, jak vyplývá z obrázku založeném na datech firmy Preqin.

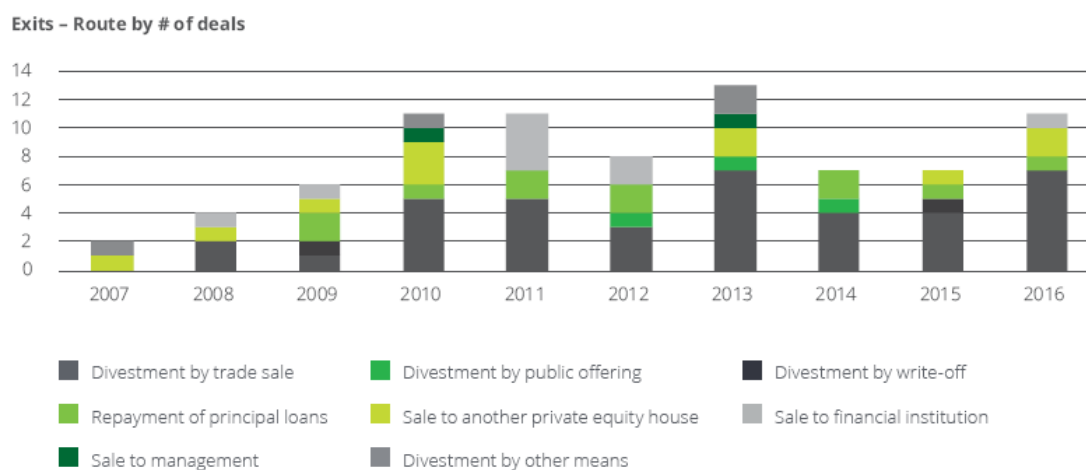
Obrázek 26 Globální statistika exitů podle typu



Zdroj: Bain & Company, Global Private Equity Report 2017

Co se týká českého trhu, ze statistik vyplývá³⁵, že zhruba polovina exitů je realizováno přes prodej strategickým investorům. Ale v posledních několika letech se ukázalo, že pro portfoliové firmy v českých PE fondech jsou otevřeny všechny exit cesty.

Obrázek 27 Statistika exitů na českém PE trhu



Zdroj: CVCA, Private Equity Report 2015-2016

³⁵ CVCA Private Equity Report 2015-2016. In: Czech Private Equity and Venture Capital Association [online]. June 2017 [Cit. 2017-07-05]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/114-file-File-CVCA_Private_Equity_Report.pdf

2.5 Vlastnosti ideálního podniku pro LBO

Private equity fondy jsou celkem vysoce flexibilní investoři, kteří hledají atraktivní investiční příležitosti v celé řadě odvětví, geografických oblastí a situací. Zatímco neexistuje žádné přesné pravidlo pro výběr cílové společnosti, některé charakteristické rysy se běžně objevují mezi tradičními kandidáty na LBO.^{36,37}

- **Stabilní a předvídatelné peněžní toky** (pro splácení dluhu) – schopnost vytvářet solidní a předvídatelné peněžní toky je kritická pro LBO kandidáty vzhledem k vysokému podílu dluhu v kapitálové struktuře. Věřitelé vyžadují od kupované firmy obchodní model, který prokazatelně dokládá schopnost pravidelné splácet úroky a jistinu dluhu po dobu trvání úvěrového závazku. Obchodní charakteristiky, které podporují předvídatelnost vysokých cash flow, zvyšují přitažlivost společnosti jako kandidáta na LBO. Například hodně silných cílových společností působí na vyspělých nebo specializovaných trzích se stabilní klientskou základnou, často mají silnou značku a / nebo dlouhodobý smlouvy s odběrateli.
- **Podniky s nízkým rizikem** – tato vlastnost je těsně spojená s předchozí. Pevné postavení na trhu a odolnost vůči různorodým rizikům a ekonomickým výkyvům slibuje stabilní peněžní toky a tím pádem i plynulé splacení dluhů.
- **Podhodnocené podniky** v porovnání s konkurenty v odvětví – pokud investoři mají pocit, že zkoumaná společnost má potenciál, který není využit, a firma je momentálně podhodnocena trhem, vidí v tom velkou příležitost koupit podnik za nízkou cenu, provést provozní zlepšení, stabilizovat výsledky a prodat za cenu, která odpovídá potenciální vnitřní hodnotě. Investoři hledají společnosti s růstovým potenciálem. Relativně vysoké tempo růstu tržeb přesahující průměrné v odvětví vede k vyšším ziskům, čímž se zvyšují potenciální peněžní toky pro splácení dluhu, a zároveň se zvyšuje EBITDA a celková hodnota

³⁶ Rosenbaum, J. a Pearl, J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 206-209

³⁷ DeChesare, B. Leveraged Buyout (LBO) Model Overview. In: *Breaking Into Wall Street* [online]. [Cit. 2017-07-16]. Dostupné z: <https://breakingintowallstreet.com/biws/demonstration-portal-files/Financial-Modeling-Fundamental3/BIWS-LBO-Quick-Reference.pdf>

podniku. Růstový potenciál také slibuje příležitost rychlého exitu s velkými výnosy. Silný prorůstový profil firmy je obzvláště důležitý, pokud je cíl určen pro eventuální exit prostřednictvím IPO. Navíc větší společnosti mají tendenci těžit z jejich rozsahu, podílu na trhu, kupní síly a nižšího rizikového profile a často za jinak stejných podmínek mají při ocenění prémii za velikost. V některých případech se investor rozhodne, že při nákupu nebude maximalizovat výši dluhového financování (ponechá jakousi rezervu v kapitálové struktuře podniku pro další úvěry). To poskytuje větší flexibilitu při implementaci růstových strategií, které mohou vyžadovat další investice, například při akvizicích nebo budování nových zařízení.

- **Nízké požadavky na investice do dlouhodobého kapitálu** – za jinak stejných podmínek nízké požadavky na investice do dlouhodobého kapitálu (CapEx) zvyšují schopnost společnosti generovat vysoké peněžní toky, protože tyto investiční výdaje snižují volné peněžní toky. V důsledku toho mají dobří kandidáti na LBO tendenci mít omezené potřeby kapitálových investic. Nicméně i společnosti s podstatnými požadavky na kapitálové výdaje mohou představovat atraktivní investiční příležitost, pokud mají silný prorůstový profil, vysoké zisky, a stabilní obchodní strategie je potvrzena během due diligence. Také se během due diligence investor a jeho poradci zaměřují na rozlišení kapitálových výdajů, a to ve smyslu toho, jestli jsou považovány za nezbytné pro pokračování v podnikání anebo vynaložené na rozšíření provozu. Udržovací kapitálové výdaje jsou nutné k udržování stávajících aktiv na jejich současných úrovních. Růstový kapitál se používá k nákupu nových aktiv, čímž se rozšiřuje stávající provozní základna. V případě, kdy ekonomické podmínky nebo provozní výkonnost klesne, mohou prorůstové kapitálové výdaje být sníženy anebo dokonce zrušeny.
- **Existuje možnost snížit náklady a zvýšit marže** – zatímco ideální kandidát na LBO by měl mít solidní obchodní model, investoři také hledají příležitosti ke zlepšení provozní efektivity a provedení opatření pro úsporu nákladů. Tradiční úsporná opatření zahrnují snížení režijních nákladů, zefektivnění provozu, snížení počtu zaměstnanců, optimalizace dodavatelských vztahů a zavedení nových řídicích informačních systémů. Investor může také usilovat o

získání nových (nebo vyjednání lepších) podmínek se stávajícími dodavateli a odběrateli. Tyto iniciativy jsou primárním zaměřením konzultantů a odborníků z odvětví, kteří jsou najímáni investorem, aby pomáhali s due diligence a posoudili příležitosti pro zavedení "best practices" v cílové společnosti. Jejich úspěšná realizace často významně přispívá k tvorbě hodnoty podniku, která se pak promítá do zvýšení hodnoty vlastního kapitálu. Současně musí investoři dbát na to, aby neohrozili stávající tržby nebo atraktivní růstové příležitosti tím, že odčerpají z podniku potřebný kapitál. Rozsáhlé škrtky v marketingu, kapitálových výdajích, vývoje a výzkumu mohou poškodit vztahy se stávajícími zákazníky, zabrzdit vývoj nových produktů atd. Takové opatření by mohly ohrozit tržby a ziskovost podniku nebo vyvolat ztrátu pozice na trhu.

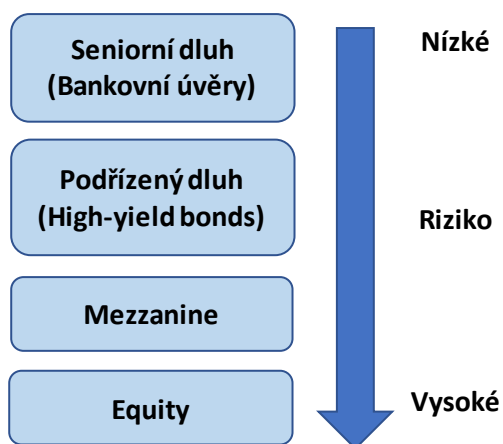
- **Silný management podniku** – osvědčený manažerský tým slouží ke zvýšení atraktivity a hodnoty kandidáta na LBO. Talentované vedení je kritické v případě LBO vzhledem k nutnosti pracovat v rámci agresivní kapitálové struktury s vysokou zadlužeností a s ambiciózními výkonnostními cíli. Předchozí zkušenosti vedení za takových podmínek stejně jako prokázané úspěchy při post akviziční integraci nebo při provádění restrukturalizačních iniciativ jsou investory vysoce ceněny. U kandidátů na LBO se silným vedením se investor obvykle snaží udržet stávající tým po akvizici. Je obvyklé, že vedení zachovává nebo získává dostatečný akciový podíl na to, aby sladilo svoji motivaci v rámci nové struktury vlastnictví s cíli investoru. V případech, kdy manažerský tým cílové společnosti je považován investorem za slabý, snaží se přidat hodnotu tím, že provedou zásadní změny stávajícího managementu nebo nasadí úplně nový tým, aby nakopli růst firmy. Za každých okolností silný manažerský tým je rozhodující pro to, aby zvyšoval výkon společnosti a pomáhal investorovi splnit jeho investiční cíle.
- **Podnik má pevnou základnu aktiv** – přítomnost velkého množství hmotných aktiv, které mohou být použity jako kolaterál pro poskytnutí úvěru, zvyšuje pravděpodobnost kompenzace jistiny v případě úpadku a likvidace. To zase zvyšuje šanci na získání dluhového financování. Posuzována je jak velikost majetkové základny (např. podíl hmotného majetku na celkových aktivech) tak i kvalita těchto aktiv. Pohledávky a zásoby jsou považovány za vysoce kvalitní

aktiva vzhledem k jejich likviditě. Na rozdíl od dlouhodobých aktiv jako jsou budovy, stroje a zařízení mohou být snadno a rychle převedeny na hotovost. Hodnota aktiv cíle je obzvláště důležitá na úvěrovém trhu, kde určuje výši dostupného bankovního dluhu. Pěvná majetková základna také znamená vysoké náklady vstupu do odvětví kvůli obrovským kapitálovým investicím, což slouží jako jistota udržení stávající tržní pozice. Nicméně může být společnost s malým nebo žádným majetkem stále atraktivním kandidátem na LBO za předpokladu, že generuje dostatečný peněžní tok.

2.6 Financování LBO transakcí

V tradičním LBO dluh obvykle tvoří 60 % až 70 % celkové struktury financování, zbytek kupní ceny je financován z vlastních zdrojů investora a někdy i z příspěvků do equity stávajícího managementu. Vzhledem k vysokému zadlužení typickému v LBO jsou různé dluhové složky kapitálové struktury obvykle považovány za vysoko rizikové (non-investment grade). Dluhová část finanční struktury LBO může zahrnovat širokou škálu úvěrů, dluhových cenných papírů nebo jiných dluhových instrumentů s různými podmínkami.³⁸

Obrázek 28 Hlavní zdroje financování LBO



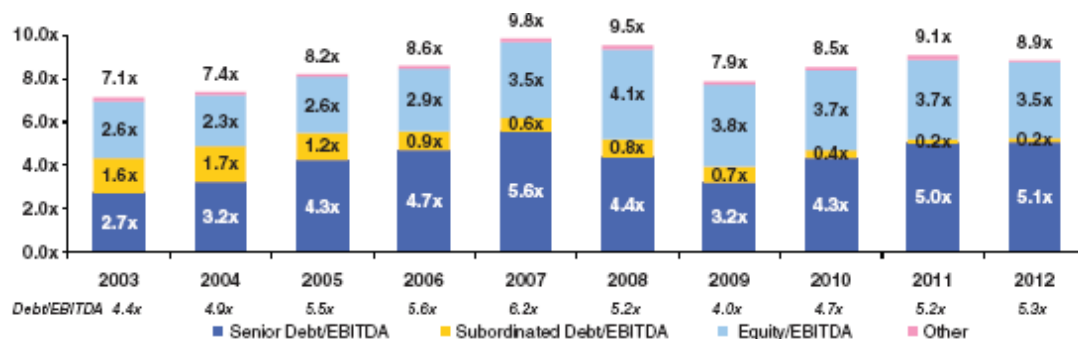
Zdroj: Vlastní tvorba

³⁸ Rosenbaum, J. a Pearl, J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 218

Na obrázku 28 jsou uvedeny hlavní zdroje financování LBO, jsou seřazeny podle jejich hierarchie (seniority). Obecně platí, že čím je dluhový nástroj vyšší v hierarchii kapitálové struktury, tím nižší je jeho riziko, a tím i nižší náklady na kapitál pro dlužníka. Bankovní úvěry obvykle představují nejlevnější formu financování LBO. Bankovní úvěr je současně zajištěn různými formami kolaterálu a řídí se tzv. úvěrovými kovenanty (maintenance covenants), které vyžadují, aby dlužník v průběhu trvání dluhu zachoval určitý úvěrový profil a dodržoval stanovené finanční poměry.

V letech 2003 až 2012 průměrné hodnoty různých složek financování v LBO značně kolísaly, a tykalo se to velikosti finanční páky, EBITDA násobku, procentuálního podílu kapitálu pocházejícího z každé dluhové třídy a procentu equity. Jak je uvedeno na obrázku 29, průměrná kupní cena v LBO transakcích a hodnota leverage ukazatelů (jak seniorní dluh k EBITDA, tak i celkový dluh k EBITDA) se v období 2002-2007 dramaticky zvedly nahoru. To bylo důsledkem změn v podmínkách kapitálového trhu a v investičním odvětví: rozšíření počtu soukromých investorů (private equity fondů a hedgeových fondů) a strukturovaných úvěrových produktů, jako jsou CDO.

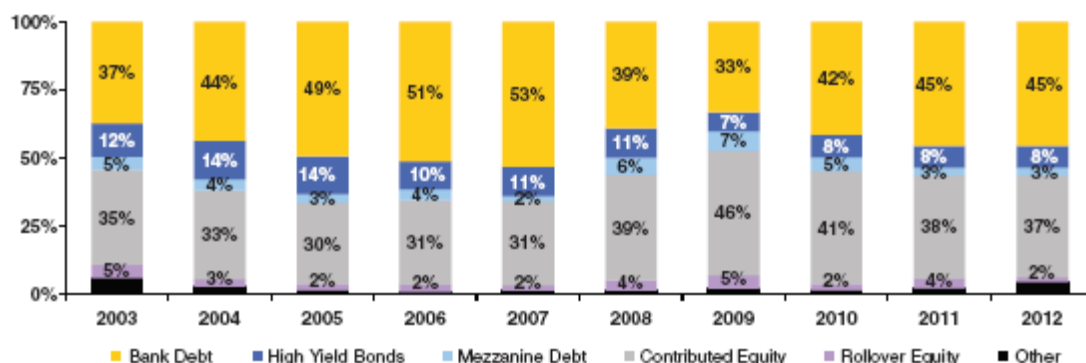
Obrázek 29 Rozložení průměrné kupní ceny v LBO podle zdrojů financování



Zdroj: Rosenbaum, Pearl (2013), s. 219

Počínaje druhou polovinou roku 2007 se však podmínky úvěrového trhu výrazně zhoršily kvůli hypoteční krizi. V důsledku toho se věřitelé stali opatrnějšími, a úvěrové podmínky se pro dlužníky staly mnohem přísnější. Průměrná výše finanční páky v LBO transakcích se snížila z 6,2x v roce 2007 na 4,0x v roce 2009. To se logicky promítlo do zvýšení procentuálního podílu vloženého vlastního kapitálu během stejného období z 31 % na 46 % (viz obrázek 30). Včetně vlastního kapitálu stávajícího managementu se celková hodnota equity zvýšila z 33 % v roce 2007 na 51 % v roce 2009.

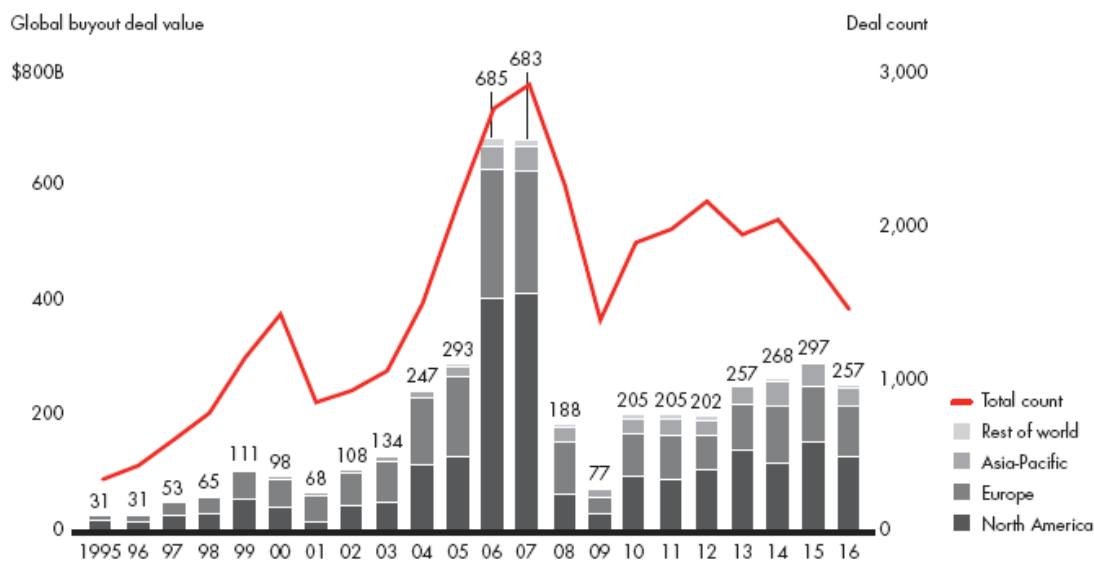
Obrázek 30 Procentuální podíl jednotlivých složek finanční struktury LBO



Zdroj: Rosenbaum, Pearl (2013), s. 219

Navíc objem investic do LBO a počet uzavřených obchodů se v letech 2008 a 2009 výrazně snížily oproti nebývalým hodnotám v letech 2006 a 2007, než se trh začal zotavovat v letech 2010 a 2011, ale ani v roce 2016 nedosáhl i poloviny předkrizové hodnoty, co se týká objemu trhu.

Obrázek 31 Celková hodnota a počet buyoutů ve světě



Zdroj: Bain & Company, Global Private Equity Report 2017

2.6.1 Zdroje financování

Jak již bylo dříve v této kapitole uvedeno, private equity fond může získat různé druhy financování za účelem získání finančních prostředků na akvizici. Nejvíce používané

v LBO instrumenty existují v několika kategoriích (viz obrázek 28), stručně popíšeme nejpoužívanější z nich.³⁹

- **Bankovní úvěr** – bankovní úvěr nebo termínovaný úvěr je nejzákladnějším typem dluhového financování. Obvykle nese nejnižší úrokovou zátěž a může být zajištěn majetkem podniku. Bankovní úvěr je obvykle splacen během investičního horizontu. Bankovní úvěry mohou emitovat jak komerční, tak i investiční banky. Je také možné získat více úvěrů od různých poskytovatelů, ale je to náročnější na administrativu a vyjednávání. Existuje však téměř vždy hierarchie (seniorita), kde je jeden úvěr podřízen jinému. Podřízený dluh je vždy rizikovější a vyžaduje vyšší úrokovou sazbu.

Soukromá entita se může pokusit získat nejen standardní termínovaný úvěr, ale agresivnější typy úvěrů, které by pravděpodobně nebyly možné, pokud by společnost byla veřejná. Veřejně obchodovaná společnost, která si pořídí značné množství dluhu s vysokými úroky, může vyvolat tzv. run akcionářů. Tato schopnost soukromé společnosti mít přístup k různorodým druhům dluhového financování, ke kterým nemá „morální“ přístup veřejná společnost, je klíčem k úspěchu v LBO obchodech.

- **High-yield dluh** – high-yield dluh je agresivnějším typem dluhů, který má mnohem vyšší úrokové sazby než bankovní úvěry, což kompenzuje dodatečné riziko selhání dlužníka. Úrok z takového dluhu může dosahovat 15 %, ale to závisí na aktuální situaci. Typicky high-yield dluh má relativně nízké zastoupení ve finanční struktuře LBO s 0 % až 10 %. Některé fondy používali tento zdroj dříve, ale v současnosti se toho vzdali vzhledem k vysokým úrokům. Jiné fondy se začínají opět zajímat o trhy s high-yield bondy.
- **Mezzanine** – mezaninové cenné papíry jsou hybridními instrumenty mezi dluhem a vlastním kapitálem. Konvertibilní dluhopisy nebo prioritní akcie jsou příklady mezaninových cenných papírů. Obecná koncepce mezaninových finančních instrumentů spočívá v tom, že jsou původně považovány za dluh, který po určité době nebo po dosažení určité výše některých ukazatelů se

³⁹ Pignataro, P. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2014, s. 29-31

přemění na vlastní kapitál. Takových instrumentů je celá řada, protože lze vytvořit téměř jakoukoli kombinaci dluhu a equity, pokud existuje investor ochotný investovat do takového instrumentu, a pokud existuje společnost ochotná si půjčit peníze pomoci takového cenného papíru. V investičních bankách dokonce existují speciální oddělení mezaninového financování, jejichž jediným účelem je vytvářet jedinečné hybridní struktury navržené tak, aby odpovídaly požadavkům kupujícího a prodávajícího.

Výhodou mezaninového dluhu pro investora je, že existuje určitá ochrana proti poklesu hodnoty, jelikož jde o dluh během prvních několika let investice, ale na druhou stranu existuje potenciál růstu hodnoty daného instrumentu, pokud se dluh přemění na akciový kapitál. Vzhledem k tomu, že tyto cenné papíry vykazují některé charakteristické rysy equity, a požadavky na výnosnost u equity je obecně vyšší, protože je rizikovější než dluh, efektivní celkový výnos konvertibilního cenného papíru by měl být vyšší než u úvěru. Prioritní cenné papíry mohou být technicky považovány za akcie, ačkoli jsou spíš nástrojem mezaninového financování, neboť často jsou v určité formě podobné dluhu.

- **Equity** – veřejně obchodovaná společnost může získat financování plánované akvizice na otevřeném trhu pomoci emise akcií. Detailní pohled na to, kde získávají equity financování private equity fondy, lze najít v kapitole 1.6 „Investoři PE fondů“, která má za cíl zmapovat investory do private equity odvětví. Dříve podíl equity v LBO transakcích činil 20 až 30 procent na celkové finanční struktuře. Poslední dobu toto číslo se blíží 50 %, a často zaleží na situaci a tržním prostředí.
- **Rollover Equity** – v LBO transakcích může prodávající také investovat zpět do podnikání a získat drobný kapitálový podíl na equity. To pomáhá motivovat prodejce, aby pokračoval spolupracovat s podnikem. To je důležité zejména proto, že prodávající může mít dlouhodobé stabilní vztahy s klienty, které jsou nezbytné k udržení tržní pozice nebo k dalšímu růstu byznysu.

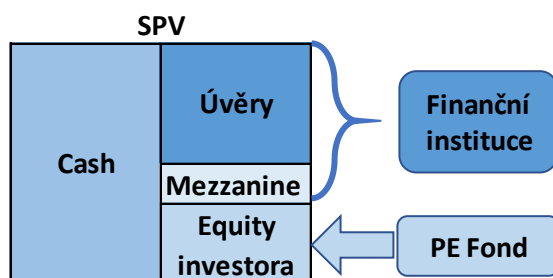
2.7 Schéma LBO transakce

Nejběžnější formou LBO v praxi je tzv. merger buyout. Podstatou toho typu transakce je nabytí podílu v cílové společnosti přes právní jednotku, která je účelně vytvořena

pro získání úvěrů na akvizici a pozdější sloučení s kupovanou firmou. Dole jsou popsány základní kroky celého procesu.⁴⁰

- 1) Investor založí novou společnost (tzv. SPV – special purpose vehicle) za účelem nabytí stoprocentního podílu na cílové společnosti, následně SPV získá úvěr za účelem financování nákupu podílu v cílové společnosti (akviziční dluh):

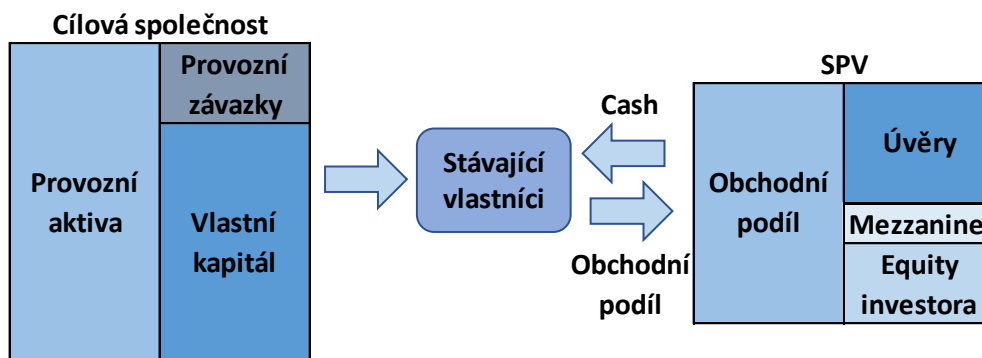
Obrázek 32 Schéma LBO – vytvoření SPV



Zdroj: DBJ⁴¹, vlastní tvorba

- 2) Dále SPV odkoupí podíl v cílové společnosti od stávajících akcionářů:

Obrázek 33 Schéma LBO – koupě cílové společnosti



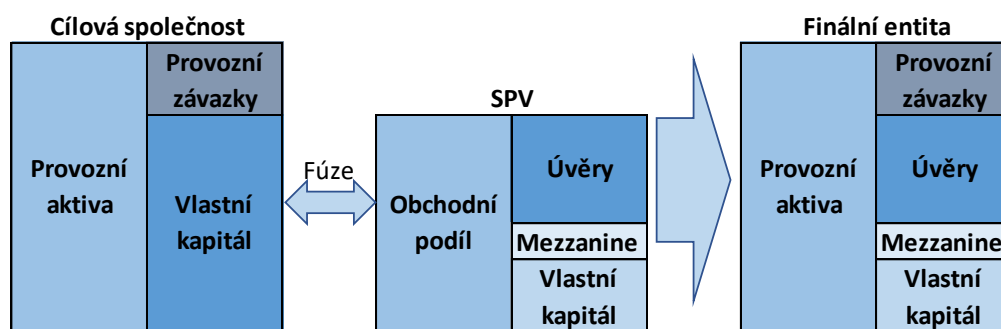
Zdroj: DBJ, vlastní tvorba

⁴⁰ Novák, T. Zadlužené akviziční struktury (Leveraged Buyout – LBO). In: *Právní rádce* [online]. 27. 6. 2007 [Cit. 2017-07-25]. Dostupné z: <https://pravniciradce.ihned.cz/c1-21466980-zadluzene-akvizicni-struktury-leveraged-buyout-lbo>

⁴¹ Development Bank of Japan. LBOs / MBOs [online]. [Cit. 2017-07-25]. Dostupné z: http://www.dbj.jp/en/service/invest/lbo_mbo/index.html

- 3) SPV fúzuje s cílovou společností, akviziční dluh a majetek cílové společnosti se v důsledku fúze "setkají" v rámci jedné finální entity, majetek cílové společnosti může být použit pro zajištění a splácení akvizičního dluhu:

Obrázek 34 Schéma LBO – fúze SPV s cílovou společností



Zdroj: DBJ, vlastní tvorba

PRAKTICKÁ ČÁST

3 LBO model

3.1 Představení modelované akvizice

V praktické části této práce se podíváme na to, jak probíhá celý proces modelování LBO transakce od úplného začátku, kdy private equity fond přichází s nápadem investovat do atraktivní z jeho pohledu cílové společnosti, až po určení hodnoty této společnosti jako základu pro vyjednávání kupní ceny. Celá případová studie je založená na reálné transakce, která proběhla na českém trhu v březnu roku 2017, kdy private equity fond Genesis Capital odkoupil 47%ní podíl ve společnosti POS Media Group⁴². Bohužel detaily samotné transakce jsou utajovány, proto nevíme přesně, jakým způsobem byla tato transakce strukturována, kolik činil podíl cizích zdrojů, odkud a za jakou cenu pocházely, jaká byla finální nabídka apod. Proto pro účely této práce stanovíme zjednodušující předpoklady: klasický LBO odkup 100% podílu ve firmě s použitím dluhu pro financování podstatné části kupní ceny.

3.1.1 Cílová společnost

Pro představení kupované společnosti a charakteristik její hlavní provozní činnosti se obrátíme na tiskovou správu společnosti Genesis Capital⁴³. „Společnost POS Media Group byla založena v roce 1998 v Praze jako IMIGe (International Media Ideas Group) a zpočátku se věnovala především indoorové reklamě. Později se zaměřila na retail a podporu prodeje uvnitř obchodních řetězců. Společnost se rychle rozvíjela, vznikly pobočky v Maďarsku, na Slovensku a v Polsku. Dnes nabízí POS Media Group široké spektrum služeb a produktů v oblasti „point of sale“ reklamy ve velkých obchodních řetězcích, doplněné řešeními přes marketingové prezentace, ochutnávky, merchandising, mystery shopping až po digitální řešení podpory prodeje, realizaci průzkumů či komplexní poradenské služby v oboru. V současné době je společnost aktivní celkem v šesti zemích střední a východní Evropy. Nejvýznamnějšími

⁴² Genesis Capital. Fond Genesis vstupuje do další nové oblasti, kupuje podíl v POS Media Group [online]. 15. marca 2017 [Cit. 2017-08-08]. Dostupné z: <https://www.genesis.cz/aktuality-media-sk/fond-genesis-vstupuje-do-dalsi-nove-oblasti-kupuje-podil-v-pos-media-group>

⁴³ Tamtéž

obchodními partnery POS Media jsou v současnosti retailové řetězce Tesco (Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Polsko), Ahold, SPAR a přední ruské řetězce Magnit a Lenta. Klienti, kteří služby a produkty POS Media Group primárně využívají, jsou zejména největší FMCG společnosti jako Unilever, Nestlé, Danone nebo Coca Cola.“ V roce 2016 utržila POS Media Group 29 milionů eur (přes 780 milionů Kč). Zaměstnává celkem okolo 170 pracovníků, má však databázi dalších několik stovek externích pracovníků, které si najímá na speciální akce.

Vlastnická struktura společnosti je představena na obrázku 35. POS Media Global Services je servisní entita, která centralizovaně poskytuje vnitropodnikové služby pro celou skupinu v oblasti strategického řízení, financí, marketingu a rozvoje, má sídlo v Praze. Německá pobočka je momentálně zakonzervována a neprovádí žádnou provozní činnost.

Obrázek 35 Vlastnická struktura společnosti POS Media Group



Zdroj: Účetní závěrka, vlastní tvorba

3.1.2 Private Equity fond

Genesis Capital je jedním z největších private equity fondů na českém trhu. Od roku 1999 „pomáhá v rozvoji malým a středním podnikům se silným růstovým potenciálem, ale omezenými finančními zdroji.“⁴⁴ Mimo jiné společnost také zprostředkovává financování nákupů typu management buyout, management buy-in a leveraged buyout. V aktuálně otevřeném PE fondu Genesis Private Equity Fund III (GPEF III), který je již čtvrtým od založení společnosti, je podnikům k dispozici více než 80 milionů eur. Investice do POS Media Group je právě zajištěna z prostředků toho fondu. Investory ve fondu GPEF III jsou hlavně finanční ústavy a instituce jako Erste (respektive její Česká spořitelna), Amundi (Investiční kapitálová společnost Komerční banky), Vienna Insurance Group (Kooperativa pojišťovna a Česká podnikatelská pojišťovna) či finská eQ Private Equity.⁴⁵ V POS Media má fond fungovat jako finanční partner pro další růst, management se po akvizici menšinového podílu měnit nebude.

3.2 Analýza účetních výkazů a finanční plán

Než se budeme zabývat modelováním samotné transakce, musíme mít k dispozici připravený finanční plán minimálně na příštích 5 let. Plán vychází z finanční analýzy účetních výkazů společnosti za posledních několik let. Předtím, než začneme analyzovat finanční stránku podnikání cílové společnosti, musíme nejdříve normalizovat její finanční výkazy pro účely ocenění neboli obecně pro účely finančního modelování.

Máme k dispozici veřejné dostupné informace z konsolidované účetní závěrky holdingové společnosti POS Media BV, která sídlí v Nizozemském Království. Závěrka je vyhotovena v souladu s mezinárodními standardy IFRS pro malé a střední podniky. Kompletní závěrku za několik posledních let lze za drobný manipulační poplatek stáhnout z webových stránek Holandské obchodní komory⁴⁶, kde většina

⁴⁴ Genesis Capital. Představení společnosti [online]. [Cit. 2017-08-08]. Dostupné z: <https://www.genesis.cz/o-nas>

⁴⁵ Aust, O. Do POS Media vstupuje fond Genesis, získal 47 %. In: *Médiář.cz* [online]. 15. 03. 2017 [Cit. 2017-08-08]. Dostupné z: <http://www.mediar.cz/do-pos-media-vstupuje-fond-genesis-ziskal-47-pct/>

⁴⁶ <https://www.kvk.nl/>

zaregistrovaných v Nizozemsku podniků povinně zveřejňuje finanční informace. Tento dokument obsahuje popis používaných principů účetní politiky firmy, detaily jednotlivých výkazů (rozvahy, výsledovky, výkazu cash flow a výkazů změn ve vlastním kapitálu) a taky základní způsoby určení hodnoty některých majetkových položek a závazků v rozvaze a výnosů a nákladů ve výsledovce. Navíc lze tam najít informace o podstatných skutečnostech, které nastaly během účetního období včetně jejich vlivu na konečné výsledky. Budeme analyzovat a následně používat při prognózování konsolidované výsledky za poslední 4 roky 2013 až 2016. Navíc k tomu pro hlubší pochopení jednotlivých účetních principů používaných ve společnosti je k dispozici poslední zveřejněná účetní závěrka české pobočky POS Media Czech Republic, s.r.o. za rok 2015, kterou lze stáhnout zadarmo ze stránek veřejného rejstříku právnických osob Ministerstva spravedlnosti České republiky.⁴⁷ Podle názorů nezávislých auditorů (v různých letech to byly společnosti BDO a KPMG) účetní závěrky podávají věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti a také nákladů, výnosů a výsledku její hospodaření v souladu s mezinárodními standardy účetního výkaznictví IFRS.

3.2.1 Úprava účetních výkazů

První krok při budování jakéhokoliv finančního modelu je úprava neboli normalizace účetních údajů, které pak budou použité jako vstupní data pro model. Přitom nejde pouze o optimalizaci nějakých položek, dalším důležitým cílem tohoto cvičení je dosazení dat do vzorců tak, aby kontrolní sumy v Excelu vycházely stejně, jak jsou uvedeny ve výkazech v závěrce. Samozřejmě po optimalizačních úpravách může dojít k tomu, že některá čísla se budou lišit, ale všechny odchylky musí být prokazatelné a vycházet z provedených změn. Na jednu stranu to ověří správnost zadání výchozích údajů, na stranu druhou zajistí správný algoritmus pro výpočet agregovaných položek ve finančním plánu. Pokud jsme zadali korektní vzorce v historických datech, a sedlí nám čísla, můžeme s velkou jistotou tyto formule rozkopírovat i na finanční plán.

Jak je uvedeno v účetní závěrce, cílová společnost aplikuje ve svých finančních výkazech mezinárodní standardy účetního výkaznictví adoptované Evropskou Unií (EU-IFRS), což značně usnadňuje práci při převedení dat k potřebné formě. Nicméně

⁴⁷ <https://or.justice.cz/>

některé položky i přesto potřebují další úpravu: rozčlenění, upřesnění a klasifikaci podle toho, zda patří k provozně nutným či nikoliv. Navíc během sledovaného období docházelo k drobným změnám v účetní politice firmy, což mělo za následek reklasifikaci některých položek a jejich přesun mezi jednotlivými skupinami výkazů.

3.2.1.1 Výsledovka

Výsledovka podle IFRS na rozdíl od českých standardů má velmi přehlednou strukturu. Položka „Tržby z prodeje služeb“ („Revenue from rendering services“) již zahrnuje veškeré provozní výnosy na konsolidované bázi, to znamená, že suma výnosů všech poboček ve skupině je očištěná od vlivu tak zvaných intercompany transakcí, tj. výnosů z poskytovaných uvnitř skupiny služeb. Výnosy (a náklady) z prodeje zboží a majetku (což nepatří do core byznysu podniku) jsou uvedené dole ve skupině provozních nákladů v položce „Ostatní provozní výnosy“ („Ostatní provozní náklady“). A vzhledem k tomu, že za prvé činí tyto dvě položky relativně nízký podíl na celkových tržbách, za druhé ani uvnitř položek samotných nelze přesně určit, kolik z toho vzešlo z prodejů zboží a majetku, nebudeme vynechávat dopad těchto příležitostných transakcí z provozního výsledku.

Největší nákladovou položkou je „Výkonová spotřeba“ („Services rendered and consumables used“). Detailní obsah položky bohužel není uveden, ale dá se předpokládat, že se jedná o náklady na zajištění hlavní činnosti v podobě nákladů na výrobu reklamního materiálu, instalace, nájem reklamních ploch v prodejnách apod. Vzhledem k výši, obsahu a historickému průběhu těchto nákladů (vysoká závislost na vývoje tržeb) můžeme je jako jediné z celé skupiny provozních nákladů označit za přímé, tzn. přímo spojené s generováním výnosů z poskytnutých služeb. Tím pádem odečtením těchto nákladů od výnosů z prodeje služeb dostáváme velmi důležitý ukazatel hrubé marže, který následně bude použit jako jeden z generátorů hodnoty při sestavení finančního plánu.

Položka „Cestovní náklady, nájem a jiné poplatky“ („Lease payments, fees and travel expenses“) obsahuje náklady na leasing. Podle informace z přílohy k účetní závěrce lze implicitně vyčíst, že velká část leasingu je klasifikována jako operační. Do leasingu patří nájem kanceláří, vozidel a různých reklamních nosičů. Z celkových nákladů na leasing v roce 2016, které činily 430 tisíc eur, pouze nájem vozidel je klasifikován jako

finanční. Účetní hodnota aktiv pořízených na finanční leasing na konci roku 2016 je 144 tisíc eur, průměrná doba leasingu je 3-4 roky, což hrubě dává hodnotu splátky 40 tisíc ročně, z toho jen malá část jsou úroky. Z toho děláme závěr, že podíl finančních úroků z finančního leasingu činí jen nepatrný podíl na celkových nákladech na leasing (operační a finanční), a nemusíme nutně tyto úroky z dané nákladové položky vyčleňovat. Důležité tady je, že aktiva pořízená na finanční leasing jsou správně zaúčtovány na rozvaze v položce „Dlouhodobý hmotný majetek“ („Property, plant and equipment“). Leasingový závazek je podle principů IFRS rozdělen do splátek v jednotlivých letech a je diskontován ke dni sestavení účetní závěrky. Výsledná současná hodnota závazku je zaúčtována do dlouhodobých (a část leasingu splatná v příštím roce do krátkodobých) úvěrů, což je také odpovídá správnému zařazení, a nepotřebuje žádnou úpravu.

Položka „Osobní náklady“ („Employee benefit expenses“) zase nemá bližší specifikaci ohledně obsahu kromě toho, že tyto náklady jsou rozdělené na mzdové náklady, náklady na sociální a zdravotní pojištění a na ostatní náklady na zaměstnance. Dá se také z poznámek k výkazům vyčíst, že tato položka již v sobě zahrnuje náklady spojené s opčními programy pro klíčové zaměstnance (tzv. share-based compensation plan). Je to jedna z možností, jak motivovat vedení k lepším výsledkům. Díky nim „mají tito zaměstnanci možnost stát se součástí společnosti v pravém slova smyslu a podílet se na ziscích, které společnost generuje nebo bude v budoucnu generovat“.⁴⁸ Z podstaty věci se nejedná o osobní náklady v pravém slova smyslu, proto vyčleníme tyto náklady do zvláštní položky, abychom měli lepší přehled.

Náklady na odpisy zahrnují odpisy jak hmotného, tak i nehmotného majetku. Pro účely modelování necháváme je dohromady, a při prognózování budeme odhadovat celou tuto nákladovou položku s tím, že pro určení dopadu na zůstatkovou hodnotou jednotlivých kategorií majetku v rozvaze budeme používat procentuální podíl odepisovaného hmotného majetku na celkovém majetku. O tom se podrobněji pojedná kapitola o plánování dlouhodobého majetku. Součástí odpisů ve výsledovce do roku 2014 byly také náklady na tvorbu opravných položek k pohledávkám. Jelikož velikost

⁴⁸ Šimoníková, P. Opční programy pro zaměstnance část I. In: *ePrávo.cz* [online]. 10. 2. 2015 [Cit. 2017-08-11]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/opcni-programy-pro-zamestnance-cast-i-96898.html>

těchto nákladů lze najít v speciální poznámce v závěrce, uvedeme je explicitně na upravené výsledovce, aby měla stejnou strukturu během všech historických let.

Největší složkou „Ostatních finančních nákladů“ („Other finance costs“) jsou kurzové zisky a ztráty. Vzhledem ke geografii podnikání je tato položka vždy hluboko záporná: ruský rubl, ukrajinská hřivna a turecká lira zažily během posledních let dramatický pokles, když česká koruna, polský zlotý a maďarský forint během toho období jen mírně kolísaly kolem průměrné hodnoty.

Zisk nebo ztráta patřící menšinovým vlastníkům („Profit (loss) attributable to non-controlling interest“) nebyly nijak speciálně upraveny, protože se finanční plán bude vytvářet pro celou skupinu na konsolidovaném základě, tzn. bude zahrnovat celkové zisky nebo ztráty generované jednotlivými pobočkami. Navíc tato částka je zanedbatelná v poměru k celkovému výsledku.

3.2.1.2 Rozvaha

Struktura rozvahy byla celá převrácena oproti tomu, jak je uvedena v oficiální závěrce. Aktiva jsou seřazena od nejlikvidnějších k méně likvidním, pasiva stejnou logikou od krátkodobých závazků přes dlouhodobé závazky k vlastnímu kapitálu. Stav peněžních prostředků na rozvaze je pro větší kontrolu historických dat napojen na konečnou bilanci peněžních toků během odpovídajícího období z výkazu cash flow. Došlo také k reklasifikaci některých položek z dlouhodobých na krátkodobé, protože to z mého pohledu lépe odpovídá jejímu obsahu. Jedná se o odložené daňové závazky a pohledávky a náklady příštích období. Nekomolní (menšinový) podíl⁴⁹ je vykázán zvlášť, ale pro účely modelování je vrácen zpět do vlastního kapitálu. Jinak s výjimkou výše uvedených drobných úprav princip třídění aktiv a pasiv na jednotlivé položky v rozvaze zůstal stejný.

3.2.1.3 Přehled o peněžních tocích

Nejtěžším úkolem bylo sladění posledního výkazu – přehledu o peněžních tocích. Hlavní problém spočíval v tom, že v závěrce ve výkazu cash flow jsou uvedené skutečně zaplacené (obdržené) úroky a daň. Ale vypočítané úroky a daň z příjmu, které

⁴⁹ Podíly akcionářů stojících mimo skupinu na čistých aktivech dceřiných jednotek, které nejsou plně vlastněny skupinou

jsou vykázané jako náklad (nebo výnos u výnosových úroků) ve výsledovce, nejsou totožné s reálně zaplacenými (obdrženými u výnosových úroků), protože k jejich úhradě (inkasu) pochopitelně nedochází hned v okamžiků vzniku. Během účetního období může docházet k odvodu daně a úhradě úroků, které k běžnému období nepatří, a naopak vznikají závazky z titulu daně a úroků, které budou zaplacený až v příštím období. Při prognózování ale nemáme žádnou pomůcku, abychom věděli, jaká část těchto nákladů bude uhrazena do konce běžného účetního období, a jaká bude přenesena do příštího v podobě závazků. Proto předpokládáme, že vzniklé úrokové a daňové náklady jsou totožný zaplaceným daním a úrokům, a tím pádem generují peněžní toky ve stejné výši. Aby v historických datech peněžní toky z provozní činnosti v Excelu byly ekvivalentní tokům v závěre, přidal jsem další položku „Sladění provozních peněžních toků“, která obsahuje nezjistitelný rozdíl mezi údaje v Excelu a ve výkazu cash flow v účetní závěre. Naštěstí tato položka má velmi nízké hodnoty kromě posledního roku 2016, což se dá odůvodnit tím, že společnost vykázala v roce 2016 nadprůměrný zisk oproti minulým obdobím, a dá se předpokládat, že vypočítaná daň ze zisku ještě nebyla plně odvedena. Jelikož vycházíme při výpočtu z čistého zisku, nemusíme již odečítat daň a úroky, jak to dělají v závěre.

Peněžní toky vyvolané změnou stavu pracovního kapitálu (investice do provozně nutného pracovního kapitálu) jsou v závěre shrnuty do dvou položek: „(Přírůstek) úbytek aktivní strany pracovního kapitálu“ a „Přírůstek (úbytek) pasivní strany pracovního kapitálu“. Pro větší přehled investice do pracovního kapitálu byly ve výkazu cash flow v Excelu rozděleny na jednotlivé složky ve stejném členění, jak jsou uvedeny na rozvaze: „Obchodní pohledávky“, „Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky“, „Náklady budoucích období“, „Obchodní závazky“, „Výnosy příštích období a jiné krátkodobé závazky“ a „Rezervy“. Splatné a odložené pohledávky a závazky jsou pro zjednodušení agregovány do jedné položky „Daňové pohledávky a závazky“.

S investičním cash flow a cash flow z financování již nebyl žádný velký problém. Investice do dlouhodobého majetku jsou uvedeny jako agregovaná položka obsahující investice jak do hmotného, tak i nehmotného majetku. Peněžní toky spojené s financováním jsou promítnuty do modelu bez jakýchkoliv změn. V roce 2015 byl nedostatek likvidity financován bankovním overdraftem, což je uvedeno v přehledu o

peněžních tocích předposlední položkou s cílem sladit konečný zůstatek peněz v daném výkazu se zůstatkem vykazovaným v rozvaze.

V příloze k účetní závěrce z mého pohledu není uvedena žádná jiná skutečnost, která by mohla vyvolat další optimalizaci nebo sladění. Provozní výsledek hospodaření, jak je uveden ve výsledovce, celý plyne z hlavní provozní činnosti podniku. Společnost neinvestuje do finančních aktiv, nemá neprovozní majetek, zisk či ztráta plynoucí z příležitostného prodeje majetku jsou zanedbatelné a da se je považovat v daném případě za součást provozních aktivit. Proto nepotřebujeme nijak dál korigovat výsledek hospodaření. Všechny 3 upravené výkazy jsou k dispozici v příloze k této diplomové práci.

3.2.2 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Výchozím bodem pro sestavení finančního plánu je prognóza generátorů hodnoty podniku: růstu tržeb, marže, investic do pracovního kapitálu a do dlouhodobého majetku. Pro více méně přesnou predikci jejich budoucích hodnot je nutné provést detailní strategickou analýzu, která by měla prozkoumat vývoj makroekonomických ukazatelů v národním hospodářství států, kde působí cílová společnost, vývoj odvětví, přítomnost a stav konkurence, vnitřní potenciál společnosti samotné, obchodní vztahy s dodavateli a odběrateli, kvalitu vedení a ostatních zaměstnanců apod. Jelikož cílem této diplomové práce je nikoliv provést hloubkové ocenění cílové společnosti, ale na modelovém příkladu prozkoumat průběh ocenění transakce LBO z pohledu investora, dovolím si provést jen stručnou analýzu vnějšího a vnitřního potenciálu a na základě toho udělat vlastní subjektivní názory na vývoj jednotlivých generátorů hodnoty. Ostatně i s použitím sofistikovaných metod strategické analýzy odhady jsou vždy produktem zkušenosti, intuice a názorů analytika. Při modelování jak DCF, tak i LBO budeme vycházet ze stejného finančního plánu založeného na stejných předpokladech.

3.2.2.1 Tržby

Po relativně dlouhém období stagnace, které následovalo po finanční krizi v roce 2008, tržby společnosti zaznamenaly ve dvou posledních letech skokový nárůst, v posledním roce se celkové výnosy zvýšily o bezmála 40 %. Dá se ten trend vysvětlit několika faktory. Za prvé firmy kupující služby poskytované cílovou společností většinou

působí v sektoru FMCG⁵⁰, který zaznamenal v letech 2008-2009 prudký pokles poptávky vyvolaný snížením celkové spotřeby soukromého sektoru ekonomiky a následnými obavami z vývoje makroekonomické situace. Klienti museli šetřit, aby mohli přežít toto nejisté období, a výdaje na reklamu právě patří k těm nákladům, které mohou být relativně snadno sníženy bez velkého dopadu na tržby v krátkém období vzhledem k pesimistickým náladám v ekonomice. Teď po vypršení obav a nastartování ekonomického růstu je zase čas rozjet válku o přetahování spotřebitelských preferencí a navýšit rozpočty na marketingové výdaje. Za druhé investice do některých nových zemí konečně začínají přinášet ovoce. Ruská pobočka má největší dynamiku růstu ve skupině v posledních dvou letech. Akvizice maďarské společnosti Célcsoport Media v roce 2010 také se jeví jako skvělé rozhodnutí: POS Services Hungary je momentálně jedna z nejúspěšnějších součástí skupiny, která navíc svým pevným postavením na lokálním trhu zajišťuje stabilitu celé firmy. A za třetí v neposlední řadě klíčem k prosperitě je stávající manažerský tým a jeho neustálé pátrání po zdokonalování interních procesů a provozu podniku, sdílení osvědčených postupů napříč celou skupinou a upevňování know-how firmy.

Exklusivní postavení v relativně specifickém segmentu POS reklamy dává předpoklady k tomu, aby současný trend vývoje tržeb pokračoval i příštích letech. Jenže vysoká závislost na ekonomickém cyklu a již v současnosti docela vysoká penetrace na stávajících trzích ve svém podnikatelském segmentu (Česko, Slovensko, Maďarsko) nutí nás být opatrnými při prognózování. Proto pro první rok v základním scénáři volíme růst 15 %, které se bude postupně snižovat až na 3 % ke konci 1. fázi plánu, která činí 5 let. V optimistickém scénáři předpokládáme pro rok 2017 stále vysoký růst tržeb na úrovni roku 2015-2016, a to ve výši 25 %, a postupné snižování do úrovně 5 % v roce 2021. Pesimistický scénář počítá s nějakou neočekávanou negativní změnou v hospodaření podniku nebo vnějších podmínkách (zhoršení smluvních podmínek s dodavateli nebo odběrateli, vstup na jeden z trhu nové konkurenci, zhoršení makroekonomického růstu apod.), proto z počátečních 10 %

⁵⁰ FMCG – Fast Moving Consumer Goods – rychloobrátkové zboží, tj. výrobky, které jsou prodávány rychle a při relativně nízké ceně. Do této kategorie spadají například potraviny, nápoje, kosmetické, hygienické potřeby a elektronika.

v roce 2017 růst tržeb prudce klesá na 2 % za pět let na konci první fáze finančního plánu. Shrnutí všech třech scénářů je uvedeno v tabulce 1.

Tabulka 1 Prognóza tržeb

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Základní scénář	18 173	16 254	20 729	28 946	33 288	36 617	39 180	41 139	42 373
		-10,6 %	27,5 %	39,6 %	15,0 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %	3,0 %
Optimistický scénář	18 173	16 254	20 729	28 946	36 183	41 610	45 771	48 975	51 424
		-10,6 %	27,5 %	39,6 %	25,0 %	15,0 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %
Pesimistický scénář	18 173	16 254	20 729	28 946	31 841	34 069	35 432	36 495	37 225
		-10,6 %	27,5 %	39,6 %	10,0 %	7,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

3.2.2.2 Hrubá marže

Jak již bylo uvedeno v kapitole, kde jsme prováděli analýzu a úpravu finančních výkazů, jediná položka nákladů, která vykazuje relativně dobrou závislost na pohybu výnosů, je výkonová spotřeba. Ostatní provozní náklady již nejsou tak dobře navázány na vývoj tržeb, což je s největší pravděpodobností dáno velkým podílem fixních nákladů v těchto položkách. Je to nejlépe vidět, když se podíváme na nejslabší a nejsilnější roky z pohledu tržeb v sledovaném období – roky 2014 a 2016 (viz tabulka 2). Zatímco tržby a výkonová spotřeba rostly skoro stejným tempem, ostatní položky za nimi výrazně zaostávaly. Proto jako další generátor hodnoty budeme používat nikoliv provozní ziskovou marži (a tím spíše čistou ziskovou marži) ale hrubou marži, kterou dostaneme odečtením výkonové spotřeby od výnosů.

Tabulka 2 Vývoj provozních nákladů podniku

	2013	2014	2015	2016	2016/2014, %
Tržby z prodeje služeb	18 173	16 254	20 729	28 946	78,1 %
Výkonová spotřeba	11 115	10 551	13 609	17 677	67,5 %
Cestovní náklady, nájem a jiné poplatky	1 666	1 736	1 865	1 924	10,8 %
Osobní náklady	4 566	4 177	4 255	5 502	31,7 %
Odpisy nehmotného a hmotného majetku	363	298	335	331	11,1 %
Opravné položky k pohledávkám	16	26	94	-97	-473,1 %
Ostatní provozní výnosy	56	51	127	69	35,3 %
Ostatní provozní náklady	76	89	160	117	31,5 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Další důvod, který svědčí v neprospěch ziskové marže je vysoká kolísavost tohoto ukazatele během sledovaného období (viz tabulka 3).

Tabulka 3 Vývoj hrubé, provozní a čisté ziskové marže

	2013	2014	2015	2016
Hrubá marže	38,8 %	35,1 %	34,3 %	38,9 %
Provozní zisková marže	2,3 %	-3,5 %	2,2 %	11,7 %
Zisková marže	-0,6 %	-7,1 %	-0,3 %	8,1 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Vývoj hrubé marže v plánovaném období budeme prognózovat na základě vývoje výkonové spotřeby. Výkonovou spotřebu (stejně jako ostatní položky provozních nákladů) budeme plánovat jako procentuální podíl na celkových tržbách. Jelikož hrubou marži považujeme za další významný generátor hodnoty, který hodně ovlivňuje konečný výsledek hospodaření podniku, plán vývoje výkonové spotřeby se také bude lišit v různých scénářích, aby tak lépe zachytil možné výkyvy ve vývoje vnějších a vnitřních faktorů působících na výkonnost firmy. Během sledovaného období se podíl výkonové spotřeby na tržbách kolísal v rozmezí od 61,1 % v posledním nejsilnějším roce do 65,7 % v roce 2015. Předpokládáme, že podnik již má velmi dobrý systém sledování nákladů a analýzy rentability jednotlivých činností, a tím pádem již není velký prostor pro zdokonalení provozu a snížení přímých nákladů na spotřebu. Proto považujeme historické procento výkonové spotřeby za stabilní a v základním scénáře počítáme s její 63% podílem na tržbách, což je průměr za sledované období.

Tabulka 4 Prognóza hrubé marže

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Základní scénář	11 115	10 551	13 609	17 677	20 971	23 069	24 683	25 917	26 695
	61,2%	64,9%	65,7%	61,1%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%
Optimistický scénář	11 115	10 551	13 609	17 677	22 071	25 382	27 920	29 875	31 368
	61,2%	64,9%	65,7%	61,1%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%
Pesimistický scénář	11 115	10 551	13 609	17 677	20 696	22 145	23 031	23 722	24 196
	61,2%	64,9%	65,7%	61,1%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Optimistický scénář počítá s tím, že zvýšení hrubé marže v roce 2016 na více než 4 procentních body v porovnání s předchozím rokem 2015 nebylo náhodou a je výsledkem stálých provozních zlepšení. Znamená to, že společnost zachová i nadále

61% podíl spotřeby na výnosech, což je minimum za celé sledované období. Pesimistický scénář předpokládá nejen pomalejší tempo růstu tržeb ale také zhoršení výkonnosti vlivem negativního působení různorodých faktorů, výkonová spotřeba je předpokládána na úrovni 65 %.

3.2.2.3 Pracovní kapitál

Ve finanční analýze se pracovní kapitál počítá jako rozdíl mezi oběžnými aktivy firmy a krátkodobými závazky. Oběžná aktiva představují majetek, od kterého firma očekává, že buď se do jednoho roku promění v hotovost, nebo bude plně spotřebován během jednoho provozního cyklu. Mezi nejobvyklejší položky patří peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty, pohledávky z obchodního styku, zásoby, poskytnuté zálohy a časové rozlišení. Stejně krátkodobé závazky jsou závazky, od kterých firma očekává, že budou splaceny buď během jednoho provozního cyklu anebo maximálně do jednoho roku. Příklady jsou závazky z obchodního styku, závazky vůči zaměstnancům, státu, časové rozlišení pasivní apod. Krátkodobé závazky také zahrnují závazky spojené s financováním podnikových aktivit: splatné dividendy, krátkodobé leasingové splátky a část dlouhodobých úvěrů splatnou do jednoho roku. Pro zachování plynulého provozu musí podnik stále držet pracovní kapitál na určité úrovni. Se zvýšením provozní kapacity logicky bude docházet ke zvýšení potřeby v pracovním kapitálu, proto management musí počítat s investicemi do pracovního kapitálu.

Při modelování pro analytika je důležitější nikoliv stav jednotlivých složek pracovního kapitálu ale jejich změny během určitého období. Tyto změny na aktivní straně rozvahy neznamenaají nic jiného než vynaložení peněžních prostředků pro doplnění majetkových složek do stavu nutného k zachování plynulého provozu. Proto při výpočtu volných peněžních toků tyto změny mají záporné znamínko. Na straně pasiv kladné změny v pracovním kapitálu naopak znamenají přísun peněz: a to buď z důvodu přenesení splatnosti některých závazků na pozdější termín (závazky z obchodního styku, závazky vůči zaměstnancům, státu apod.), anebo z důvodu obdržení plateb ještě před poskytnutím prodávané služby (výnosy příštích období), proto mají tyto změny při výpočtu volných peněžních toků kladné znamínko.

Pro účely modelování DCF a LBO je obecný vzorec pro výpočet pracovního kapitálu trochu modifikován. Peněžní prostředky nejsou považovány za součást pracovního

kapitálu z toho důvodu, že oba modely jsou postaveny na výpočtu volných peněžních toků, což je v podstatě změna peněžních prostředků během určité doby. Proto peníze jsou vyndány z oběžných aktiv. Nebudeme také zahrnovat do modifikovaného vzorce krátkodobé úvěry. Důvodem je skutečnost, že pracovní kapitál v modelu DCF a LBO obsahuje pouze položky, které jsou přímo používány v provozním cyklu. Krátkodobé úvěry jsou ale zdrojem financování, nikoliv provozní položkou. Proto takto modifikovaný pracovní kapitál se někdy nazývá provozně nutný pracovní kapitál.⁵¹ Splatné dividendy přesto, že představují krátkodobý závazek, také nepatří do námi vymezeného pracovního kapitálu, protože dividendová politika nemá vliv na provozní činnost podniku. Výpočet provozně nutného pracovního kapitálu se v našem případě provádí následujícím způsobem:

- (+) Pohledávky z obchodního styku
- (+) Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky
- (+) Časové rozlišení aktivní
- (-) Závazky z obchodního styku
- (-) Časové rozlišení pasivní a jiné závazky
- (-) Rezervy (krátkodobé a dlouhodobé)
- (+/-) Daňové závazky a pohledávky

Plánování dvou nejvýznamnějších složek pracovního kapitálu – obchodních pohledávek (činí 94 % na celkových oběžných aktivech bez započtu peněz) a obchodních závazků (60 % z celkových krátkodobých závazků vyjma krátkodobé úvěry) – se provádí na základě předpovědí ukazatelů obrátkovosti. Ostatní položky vzhledem k relativně nízkému podílu na tržbách (výkonové spotřebě) budou plánovány buď na základě jejich procentuálního podílu na tržbách (výkonové spotřebě) anebo u položek, které mají z pohledu modelování zanedbatelné hodnoty, jako průměr absolutní hodnoty za sledované období.

Doby obratu ve dnech vypočteme podle následujících vzorců:

⁵¹ Mařík, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{Průměrný stav pohledávek}}{\text{Tržby}} \times 360$$

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{Průměrný stav závazků}}{\text{Výkonová spotřeba}} \times 360$$

Doba obratu pohledávek v sledovaném období je velmi stabilní a kolísá kolem hodnoty 100 dní, což je docela dlouhá doba. Ale vzhledem k tomu, že největšími klienty společnosti jsou velcí hráči na FMCG trhu, kteří mají silnou vyjednávací pozici, nedá se předpokládat, že by doba splatnosti pohledávek šla nějak výrazně dolů. Tady je také důležité zmínit, že při plánování složek pracovního kapitálu musí analytik být konzervativní a predikovat spíše vyšší než nižší hodnoty investic, a to hlavně pokud nemá k dispozici podklady, které by prokazatelně svědčily o jiném trendu ve vývoji jednotlivých položek. U pohledávek to znamená příklon spíše k vyšším hodnotám, což vyžaduje vyšší investice. Proto i přesto, že v posledních dvou letech doba obratu pohybovala mírně pod hranicí 100 dní, zůstaneme u této hodnoty v průběhu celého plánovaného období.

Během sledovaného období došlo ke snížení doby splacení obchodních závazků z 90 dnů v roce 2014 na 67,6 v posledním roce 2016, což vedlo ke zvýšení pracovního kapitálu a vyvolalo poměrně vysoké investice (nebo v daném případě spíše zakonzervování peněžních prostředků v pracovním kapitálu, protože rostly převážně pohledávky z obchodního styku), což, jak uvidíme později, negativně promítlo do volných peněžních toků v posledních dvou letech. Bylo to snížení doby obratu vyvoláno tím, že růst stavu závazků zaostával za růstem výkonové spotřeby. Považujeme dobu obratu 67,6 dní v posledním roce za extrémně nízkou s ohledem na prudký nárůst spotřeby a na průměr za sledované období, který činí 79 dní. Proto prognózujeme pro následujících 5 let finančního plánu dobu obratu obchodních závazků 75 dnů.

Tabulka 5 Doba obratu obchodních pohledávek a závazků

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Doba obratu pohledávek	99,5	108,5	95,9	99,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Doba obratu závazků	81,8	89,6	78,2	67,6	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Položka „Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky“ měla nepravidelný vývoj během sledovaného období, a chovala se tak, jako by neměla žádný vztah k tržbám. Nicméně vzhledem k dostatečně vysoké hodnotě této položky a teoretické úvaze, že by poskytnuté zálohy a pohledávky měly pohybovat stejným směrem jako výkonová spotřeba (podnik poskytuje zálohy na budoucí spotřebu), plánujeme nárůstu této položky procentuálně k růstu přímé spotřeby, přičemž procento stanovíme na úrovni průměrného podílu během historického období – 3,5 %. Časové rozlišení pasivní se hodně zvýšilo v posledních dvou letech a je tam vidět jasný vztah s růstem tržeb, proto určíme podíl této položky na tržbách ve finančním plánu jako průměrné procento v sledovaném období – 5,6 %.

Tabulka 6 Prognóza ostatních složek pracovního kapitálu

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Poskytnuté zálohy % Výkonová spotřeba	5,1 %	4,5 %	2,5 %	2,0 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Časové rozlišení pasivní % Tržby	4,9 %	5,7 %	5,7 %	5,9 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Časové rozlišení aktivní, daňové pohledávky a závazky (jak splatné, tak i odložené) a krátkodobé rezervy mají velmi kolísavý průběh. Vzhledem k tomu, že jejich celková hodnota tvoří pouze 1-2 % z bilanční sumy, a nemáme k dispozici žádné informace o tom, jak se jejich výše bude vyvíjet dál, naplánujeme tyto položky jako absolutní průměr za minulá období. Přičemž krátkodobé rezervy, splatné daňové závazky a odloženou daňovou pohledávku budeme průměrovat jenom za dva polední roky, protože je vidět, že nárůst tržeb měl vliv na změnu stavu těchto položek.

Tabulka 7 Prognóza ostatních složek pracovního kapitálu (pokračování)

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Odložená daňová pohledávka	69	60	148	131	140	140	140	140	140
Časové rozlišení aktivní	35	213	220	14	121	121	121	121	121
Krátkodobé daňové pohledávky	140	141	55	6	86	86	86	86	86
Krátkodobé rezervy	6	27	218	133	176	176	176	176	176
Splatné daňové závazky	52	3	115	121	118	118	118	118	118
Odložený daňový závazek	2	9	6	7	6	6	6	6	6

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

3.2.2.4 Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý majetek ve firmě, která poskytuje reklamní a jiné marketingové služby (a služby obecně), logicky nemá velkou váhu, navíc pokud je výroba reklamních materiálu outsourcována vnějším dodavatelům, jak je tomu ve zkoumané společnosti. Proto investice do dlouhodobého majetku v takových firmách nebývají velké, a jen s určitou nadsázkou lze tyto investice považovat za jeden z generátorů hodnoty. Nicméně provedeme prognózu kapitálových výdajů firmy již v této kapitole, protože do ní logicky zapadá.

Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech firmy v roce 2016 činil pouze 13 %, pokud navíc vynecháme z toho goodwill, sníží se to číslo na necelých 5 %. Jenom pro informace a úplnost analýzy zobrazíme rozklad dlouhodobého majetku na jednotlivé položky v minulých letech tak, jak jsou uvedeny v příloze k účetní závěrce:

Tabulka 8 Složení dlouhodobého majetku společnosti

	2013	2014	2015	2016
Technické zhodnocení pronajatého majetku	52	52	33	25
Nábytek a kancelářské vybavení	129	112	123	98
Reklamní nosiče	157	104	185	222
Dopravní zařízení	223	130	109	156
Nedokončený dlouhodobý majetek	0	112	0	0
Celkový dlouhodobý hmotný majetek	561	510	450	501
Software	99	209	208	151
Licence	3	3	3	3
Celkový dlouhodobý nehmotný majetek	102	212	211	154
Goodwill	1179	1110	1109	1131
Dlouhodobý majetek celkem	1842	1832	1770	1786

Zdroj: Účetní závěrka

Pro účely zjednodušení budeme plánovat odpisy a investice do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku dohromady jako jednotnou položku. Vzhledem k poměrně malé velikosti jednotlivých položek a jejich celkové sumy se domnívám, že výsledek takto zjednodušené prognózy se nebude podstatně lišit od toho, co bychom měli dostat, kdybychom udělali sofistikovanou analýzu jednotlivých složek majetku, jak by to vyžadoval znalecký posudek. Navíc goodwill není zahrnován do prognózy, protože firma ho neodepisuje, jenom každý rok ho testuje na znehodnocení. Proto v základním finančním plánu, který pak bude použit v DCF modelu, ponecháme ho

beze změn, a během LBO modelování při simulaci 100%ního odkupu goodwill bude přepočítán na novou hodnotu.

Nejdřív provedeme analýzu vývoje brutto investic do dlouhodobého majetku a odpisů vztahením těchto položek k tržbám v jednotlivých letech. První najdeme ve výkazu cash flow v položce „Kapitálové výdaje“, celkové odpisy jsou agregovány do jedné položky ve výsledovce. Podíl brutto investic a odpisů na tržbách je hodně stabilní, a shodou okolností průměrné hodnoty obou položek za celé sledované období se rovnají 1,6 %, proto bez jakýchkoliv pochyb stanovujeme tento podíl u obou položek ve finančním plánu. To mimo jiné nám zajistí stabilní stav dlouhodobého majetku, což je situace typická pro daný podnik, kde růst provozních aktivit nevyžaduje žádný (nebo jen malý) růst dlouhodobého majetku, jak je patrné z minulého vývoje odpovídajících rozvahových položek.

Dále musíme nějakým způsobem oddělit od sebe dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek, protože tyto dva druhy majetku jsou vykázány zvlášť ve finančním plánu. Provedeme to tak, že vypočteme podíl těchto položek ve vztahu k celkovému dlouhodobému majetku v sledovaném období. Jak je vidět v tabulce 9 podíl DHM na celkovém majetku se kolísá v jednotlivých letech od 68 % do 85 %, přičemž průměrná hodnota 75 % se přibližně rovná podílu v posledním roce, proto ji volíme pro plánované období. Výsledek plánování investic do dlouhodobého majetku je uveden v následující tabulce:

Tabulka 9 Prognóza investic do dlouhodobého majetku

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Kapitálové výdaje % Tržby	1,5 %	2,5 %	1,4 %	0,8 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Odpisy % Tržby	2,0 %	1,8 %	1,6 %	1,1 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
DHM % DHM + DNM	84,6 %	70,6 %	68,1 %	76,5 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %	75,0 %
Brutto investice do DM	275	408	287	235	533	586	627	658	678
Odpisy DHM a DNM	363	298	335	331	533	586	627	658	678
Netto investice do DM	(88)	110	(48)	(96)	0	0	0	0	0

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

3.2.3 Finanční plán

Finanční plán je nejdůležitější součástí modelu LBO. Jeho význam pro ocenění metodou DCF je ještě větší, protože jeho výsledky jsou používány jako hlavní vstupní parametry (volné peněžní toky a provozní zisk v jednotlivých letech) celého modelu. Z plánu rozvahy také vyplývá kapitálová struktura podniku, která je následně použita pro výpočet diskontní míry. Důkladně promyšlený a pečlivě sestavený finanční plán určuje správnost a relevantnost výstupů obou modelů. Cílem této podkapitoly je shrnout veškeré výše uvedené předpoklady a provedené prognózy generátorů hodnoty a na základě toho vypracovat kompletní plán tří hlavních finančních výkazů: výsledovky, rozvahy a přehledu o peněžních tocích.

3.2.3.1 Výsledovka

Plán tržeb, výkonové spotřeby a odpisů převezmeme z prognózy generátorů hodnoty (tržeb, hrubé ziskové marže a investic do dlouhodobého majetku). Jelikož ostatní náklady, jak jsme již zmiňovali, vykazují charakter spíš fixních nákladů, znamená to, že jejich růst nezávisí přímo úměrně na růstu tržeb. Proto nejlepším řešením z mého pohledu bude převzít pro finanční plán procentuální podíl těchto nákladů v posledním roce. Výnosové a nákladové úroky jsou vypočítány na základě předpokládaných depozitních a úvěrových sazeb ve výši 0,1 % a 2,5 %. Efektivní daňová sazba pro celou skupinu má být správně určena jako vážený průměr daňových sazeb jednotlivých zemí, ve kterých působí pobočky společnosti, kde jako váha vystupuje zisk před zdaněním jednotlivých poboček. Jelikož finanční plán sestavujeme pro skupinu jako celek, tuto informaci bohužel nemáme, ale můžeme přibližně odhadnout váhy podle předpokládaných podílů na zisku jednotlivých poboček. Podle údajů ze souhrnné tabulky vytvořené společností Deloitte⁵², která obsahuje sazby korporátních daní ve většině států světa v roce 2017, jednotlivé pobočky budou mít následující daňové sazby:

- Nizozemsko – 20 %
- Česko – 19 %

⁵² Deloitte. Corporate tax rates 2017 [online]. [Cit. 2017-08-11]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-corporate-tax-rates.pdf>

- Slovensko – 21 %
- Polsko – 19 %
- Rusko – 20 %
- Ukrajina – 18 %
- Maďarsko – 25,5 %⁵³

Z těchto údajů můžeme odhadnout daňovou sazbu. Hned na první pohled se nabízí 20 %. Jelikož všechny náklady nemusí být daňově uznatelné a také z důvodu opatrnosti při modelování zvolíme jako efektivní sazbu trochu větší číslo – 25 %. To navíc přibližně odpovídá efektivní sazbě vypočtené z finančních výkazů v roce 2016 (26,3 %).

Plán výsledovky pro základní scénář je uveden v tabulce 10. Jak je vidět, provozní výsledek hospodaření v prvním roce plánu je trochu nižší, než v posledním aktuálním roce 2016. Je to dáno především snížením hrubé marže o bezmála 2 procentní body. Považuji to za opodstatněné vzhledem k mimořádně silnému roku 2016 a opatrnému přístupu k prognózování. Optimistický scénář na druhou stranu již předpokládá zachování hrubé marže na úrovni roku 2016.

3.2.3.1 Rozvaha

Většinu položek rozvahy již máme z prognózy generátorů hodnoty. Celá aktivní strana bilance byla detailně prozkoumána a naplánována v prognóze investic do pracovního kapitálu a do dlouhodobého majetku. Na pasivně straně ještě zbývá rozebrat pár závazkových položek (úvěry a dlouhodobé rezervy) a celý vlastní kapitál. Dlouhodobé rezervy mají velmi nepravidelný vývoj v minulosti, proto vzhledem k jejich zanedbatelné výši použijeme pro plánování prostý průměr za historické období.

⁵³ Včetně místní korporátní daně (local business tax) ve výši 9 % a daně z reklamy (advertisement tax) ve výši 7,5 %

Tabulka 10 Plán výsledovky

	2016H	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje služeb	28 946	33 288	36 617	39 180	41 139	42 373
Výkonová spotřeba	17 677	20 971	23 069	24 683	25 917	26 695
Hrubý zisk	11 269	12 317	13 548	14 497	15 221	15 678
<i>Hrubá marže</i>	38,9 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %
Cestovní náklady, nájem a jiné poplatky	1 924	2 213	2 434	2 604	2 734	2 816
Osobní náklady	5 502	6 327	6 960	7 447	7 820	8 054
Odpisy nehmotného a hmotného majetku	331	533	586	627	658	678
Opravné položky k pohledávkám	(97)	30	34	36	38	39
Ostatní provozní výnosy	69	79	87	93	98	101
Ostatní provozní náklady	117	135	148	158	166	171
Celkové provozní náklady	7 708	9 158	10 074	10 779	11 318	11 658
Share-based compensation:	172	80	88	94	99	102
Provozní výsledek hospodaření	3 389	3 078	3 386	3 623	3 804	3 919
<i>Provozní zisková marže</i>	11,7 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %	9,2 %
Výnosové úroky	1	2	4	4	5	7
Nákladové úroky	(96)	(82)	(69)	(33)	(5)	(5)
Ostatní finanční výnosy a náklady	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
Výsledek hospodaření před zdaněním	3 190	2 894	3 217	3 490	3 700	3 817
Daň z příjmů	838	579	643	698	740	763
Čistý zisk	2 352	2 315	2 573	2 792	2 960	3 053
<i>Zisková marže</i>	8,1 %	7,0 %	7,0 %	7,1 %	7,2 %	7,2 %
EBIT	3 561	3 158	3 474	3 717	3 903	4 020
EBITDA	3 892	3 691	4 060	4 344	4 561	4 698

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

O něco složitější je prognózování u úvěrů. Z přílohy k účetní závěrce dozvíme, že veškeré dluhy (ve výši 3 510 tisíc eur ke konci posledního historického roku 2016, což činí bezmála 45 % na celkovém kapitálu) donedávna byly vystaveny pouze vůči vlastníkůům. Jenže hned na začátku roku 2017 došlo k refinancování části dluhu ve výši 1 583 tisíc eur přes standardní bankovní úvěr, parametry kterého jsou také uvedeny v příloze k závěrce: splatnost – 2 roky, úroková sazba – 6M EURIBOR + 2,25 %, pololetní splátky. Na základě toho byl zpracován jednoduchý splátkový kalendář bankovního úvěru (viz tabulka 11). Pro jednoduchost předpokládáme neměnnou úrokovou sazbu ve výši 2 % (současná hodnota EURIBOR 6M -0,25 % + 2,25 %) během trvání úvěrového vztahu. Jak je vidět, první část úvěru bude splacena již v roce 2017, největší splátka připadá na rok 2018 a činí celkem 600 tisíc eur.

Tabulka 11 Splátkový kalendář stávajícího bankovního úvěru

Datum	Počáteční zůstatek	Splátka	Úrok	Jistina	Konečný zůstatek
07/2017	1 200	308	12	296	904
01/2018	904	308	9	298	606
07/2018	606	308	6	301	304
01/2019	304	308	3	304	0

Zdroj: Vlastní výpočty

Půjčka od vlastníků nepředpokládá pravidelné splacení jistiny, její splatnost je podle posledních informací posunuta na rok 2019. Vzhledem k historickému průběhu úvěrových vztahů společnosti předpokládáme, že bankovní úvěr bude postupně během splacení refinancován dalšími půjčkami od vlastníků, a současná půjčka bude v roce 2019 překlenuta na další dobu. Je to velmi zjednodušující předpoklad, ale vzhledem k tomu, že nemáme bližší informace o záměrech vedení společnosti, a navíc v modelu LBO budeme předpokládat úplné splacení stávajících dluhů při odkupu firmy, považují toto zjednodušení za opodstatněné. Po promítnutí všech výše uvedených skutečností do plánu dostáváme následující obrázek vývoje dluhu ve firmě:

Tabulka 12 Plán vývoje cizího kapitálu

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Pořízení nových úvěrů	320	600	0	800	1 200	600	1 921	0	0
Splacení úvěrů	(20)	(9)	0	0	(1 879)	(600)	(1 921)	0	0
Leasingové splátky	(58)	(86)	(46)	(46)	(44)	(53)	0	0	0
Krátkodobé úvěry	122	1 293	1 413	1 717	600	1 921	0	0	0
Dlouhodobé úvěry	1 906	1 280	1 268	1 793	2 187	813	2 734	2 734	2 734
Cizí kapitál celkem	2 028	2 573	2 681	3 510	2 787	2 734	2 734	2 734	2 734
Podíl CK / K	41,8 %	61,9 %	63,7 %	44,8 %	29,3 %	22,6 %	18,3 %	15,2 %	13,0 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Snížení podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu firmy je spojeno především se zvýšením hodnoty vlastního kapitálu v důsledku akumulace nerozděleného zisku během plánovaného období. Zase pro zjednodušení nebudeme simulovat žádnou dividendovou politiku, protože nemáme detailní informace o záměrech vedení společnosti.

Vlastní kapitál společnosti se skládá z pěti položek: základní kapitál, vlastní obchodní podíly, ážio, nerozdělený výsledek hospodaření a fond z přepočtu cizí měny. Základní kapitál a držené na bilanci vlastní podíly (tzv. Treasury shares) ponecháme beze změn. Do položky nerozdělený výsledek hospodaření se budou kumulovat zisky v jednotlivých letech plánu. Emisní ážio se bude každý rok navyšovat o částku uvedenou ve výsledovce jako náklad na share-based compensation (podrobněji o tom se jedna v kapitole 3.2.1 Úprava účetních výkazů). Fond z přepočtu cizí měny je ryze technická položka, která obsahuje rozdíly vyvolané převedením účetních výkazů jednotlivých poboček z lokální měny do měny, která je používána v konsolidované účetní závěrce mateřského podniku. Proto tuto položku nemá smysl prognózovat, necháme ji v plánu v původní výši.

Výslední plán rozvahy je zobrazen v tabulkách 13 a 14.

Tabulka 13 Plán aktivní strany rozvahy

	2016H	2017	2018	2019	2020	2021
Peníze	1 499	3 974	6 207	8 777	11 566	14 533
Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky	424	736	810	867	910	937
Pohledávky z obchodního styku	9 726	9 247	10 171	10 883	11 427	11 770
Odložená daňová pohledávka	131	140	140	140	140	140
Časové rozlišení aktivní	14	121	121	121	121	121
Krátkodobé daňové pohledávky	6	86	86	86	86	86
Oběžná aktiva	11 800	14 303	17 534	20 873	24 249	27 586
Dlouhodobý hmotný majetek	502	502	502	502	502	502
Goodwill	1 131	1 131	1 131	1 131	1 131	1 131
Dlouhodobý nehmotný majetek	154	154	154	154	154	154
Dlouhodobý majetek	1 787	1 787	1 787	1 787	1 787	1 787
Aktiva celkem	13 587	16 090	19 321	22 660	26 036	29 373

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Tabulka 14 Plán pasivní strany rozvahy

	2016H	2017	2018	2019	2020	2021
Závazky z obchodního styku	3 451	4 369	4 806	5 142	5 399	5 561
Krátkodobé úvěry	1 717	600	1 921	0	0	0
Splatné dividendy	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé rezervy	133	176	176	176	176	176
Splatné daňové závazky	121	118	118	118	118	118
Odložený daňový závazek	7	6	6	6	6	6
Časové rozlišení pasivní a jiné závazky	2 028	1 859	2 045	2 188	2 298	2 367
Celkové krátkodobé závazky	7 457	7 128	9 072	7 630	7 997	8 228
Dlouhodobé úvěry	1 793	2 187	813	2 734	2 734	2 734
Dlouhodobé rezervy	9	49	49	49	49	49
Celkové dlouhodobé závazky	1 802	2 236	862	2 783	2 783	2 783
Cizí zdroje	9 259	9 364	9 934	10 413	10 780	11 011
Základní kapitál	250	250	250	250	250	250
Ážio	715	795	883	977	1 076	1 178
Vlastní obchodní podíly	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
Nerozdělený výsledek hospodaření	3 840	6 158	8 731	11 496	14 408	17 412
Fond z přepočtu cizí měny	(455)	(455)	(455)	(455)	(455)	(455)
Vlastní kapitál	4 328	6 726	9 387	12 246	15 257	18 363
Pasiva celkem	13 587	16 090	19 321	22 660	26 036	29 373

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

3.2.3.1 Výkaz cash flow

Do plánovaného výkazu cash flow promítáme již hotové prognózy jednotlivých položek. Vycházíme z čistého zisku, to znamená ze zisku již očištěnému od vlivu úroků a daně z příjmů. Přesto že v DCF modelu budeme potřebovat tak zvaný FCFF, tedy cash flow pro vlastníky a věřitele, který se počítá z provozního zisku před úroky a zdaněním, nebudeme ho v obecné verzi explicitně uvádět. Lze ho jednoduše spočítat z finančního plánu v samotném DCF modelu. Další důvod spočívá v tom, že LBO model totiž má trochu jinak definované volné peněžní toky než model DCF (jsou to v LBO volné peněžní toky na splacení úroků a dluhu), ale tím se podrobněji bude zabývat kapitola věnovaná LBO modelu. Výkaz cash flow propojuje všechny tři výkazy přes čistý zisk ve výsledovce a peněžní prostředky na rozvaze. Tím pádem dochází ke sladění celého finančního plánu, a prověrka rozvahy na rovnost aktiv i pasiv nám dává jistotu, že finanční plán je sestaven technicky správně.

Tabulka 15 Plán výkazu cash flow

	2016H	2017	2018	2019	2020	2021
Čistý zisk	2 352	2 318	2 573	2 765	2 911	3 004
Odpisy	331	533	586	627	658	678
Share-based compensation	172	80	88	94	99	102
Investice do pracovního kapitálu						
Pohledávky z obchodního styku	(3 448)	479	(925)	(712)	(544)	(343)
Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky	(131)	(312)	(74)	(57)	(43)	(27)
Časové rozlišení aktivní	206	(107)	0	0	0	0
Závazky z obchodního styku	265	918	437	336	257	162
Časové rozlišení pasivní a jiné závazky	620	(169)	186	143	109	69
Rezervy	(239)	83	0	0	0	0
Daňové závazky a pohledávky	73	(92)	0	0	0	0
Investice do pracovního kapitálu celkem	(2 654)	800	(375)	(289)	(221)	(139)
Sladění provozních peněžních toků	259					
Provozní cash flow celkem	460	3 726	2 867	3 192	3 443	3 640
Investiční cash flow						
Kapitálové výdaje	(235)	(533)	(586)	(627)	(658)	(678)
Investiční cash flow celkem	(235)	(533)	(586)	(627)	(658)	(678)
Cash flow z financování						
Emise obchodních podílů	2	0	0	0	0	0
Pořízení nových úvěrů	800	1 200	600	1 921	0	0
Splacení úvěrů	0	(1 879)	(600)	(1 921)	0	0
Splacení dividend	(800)	0	0	0	0	0
Leasingové splátky	(46)	(44)	(53)	0	0	0
Cash flow z financování celkem	(44)	(723)	(53)	0	0	0
Zvýšení / snížení peněžních prostředků	181	2 475	2 233	2 570	2 789	2 967
Vliv přepočtu do cizích měn	57	0	0	0	0	0
Celkový peněžní tok	238	2 475	2 233	2 570	2 789	2 967
Bankovní overdraft	(79)	0	0	0	0	0
Peníze	1 499	3 974	6 207	8 777	11 566	14 533

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

3.3 DCF model

Ocenění zkoumaného podniku metodou DCF není hlavním cílem této diplomové práce, nicméně jeho provedení a výsledek plní pro LBO modelování dvě důležité funkce:

1. Indikativní ocenění pro určení kupní ceny – prvním krokem pro sestavení LBO modelu je odhad neboli určení kupní ceny. Pro veřejně obchodované společnosti je tento krok relativně jednoduchý: analytik se podívá na relevantní

cenu akcie na burze cenných papírů, vypočte z toho tržní kapitalizaci, přidá k tomu kupní prémii a kupní cena je hotová. U privátních společností takovou informaci nemáme a musíme kupní cenu nějakým způsobem odhadnout, a to nejčastěji použitím jedné nebo několika metod pro ocenění cílové společnosti. DCF na výstupu by nám mělo poskytnout indikativní vstupní cenu pro LBO model.

2. Kontrola správnosti a úplnosti finančního plánu – výsledek DCF modelu poskytne důležitou informaci o správnosti finančního plánu a o přiměřenosti v něm prognózovaných parametrů. Pokud výsledek DCF ocenění bude odpovídat tržním očekáváním a zdravému rozumu, můžeme s jistotou pokračovat v budování LBO modelu na základě dat z finančního plánu. Pod tržními očekáváním tady mám na mysli určité rozmezí kupního EBITDA násobku, který odpovídá výsledné brutto hodnotě a které je adekvátní situaci ve firmě a na trhu.

Podle dosavadní analýzy vnitřního a vnějšího potenciálu společnosti (lze detailní zkoumání různých faktorů najít v podkapitole jednající o prognóze tržeb) lze s jistotou říct, že přežití podniku v krátké a střední době není ohroženo, a koncept „going concern“ je zachován. Proto je možné pro zjištění hodnoty firmy použít výnosové metody ocenění, konkrétně DCF Entity.

Metoda DCF entity je založena na předpokladu, že hodnota podniku je tvořena peněžními toky, které jsou k dispozici jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Současná hodnota těchto peněžních toků diskontovaná k datu ocenění stanovuje brutto hodnotu celého podniku neboli Enterprise value (EV). Nejrozšířenější verzi DCF entity je dvoufázový model, který se skládá z první stabilizační fáze, která je postavená na detailním finančním plánu na 5-7 let, a z druhé fáze, výsledkem které je tak zvaná pokračující hodnota neboli hodnota podniku od konce první fáze až do nekonečna. Obecný vzorec DCF entity metody má následující tvar:

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+d)^t} + \frac{TV}{(1+d)^T}$$

kde EV – hodnota brutto podniku,

T – počet let první fáze,

FCFF_t – volný peněžní tok v roce t,

d – diskontní míra, v obecné verzi je nejčastěji používán WACC – průměrné náklady kapitálu,

TV – pokračující hodnota.

3.3.1 Volné peněžní toky (FCFF)

Jak již bylo zmíněno v minulé kapitole při plánování výkazu cash flow, finanční plán neobsahuje explicitně položku FCFF, proto provedeme její výpočet přímo v DCF modelu. Vycházíme z provozního výsledku hospodaření, který nejdřív očistíme od daně použitím svolené daňové sazby, a dále přičteme zpátky nepeněžní náklady (v daném případě to jsou odpisy a náklady na opční plán pro zaměstnance – share-based compensation) a odečteme investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Popsaný algoritmus je znázorněn v tabulce 16.

Tabulka 16 Výpočet FCFF v modelu DCF

	2016H	2017	2018	2019	2020	2021
Provozní výsledek hospodaření	3 389	3 078	3 386	3 623	3 804	3 919
Daň z příjmů	(838)	(770)	(847)	(906)	(951)	(980)
Odpisy	331	533	586	627	658	678
Share-Based Compensation	172	80	88	94	99	102
Investice do PK	(2 727)	892	(375)	(289)	(221)	(139)
Investice do DM	(235)	(533)	(586)	(627)	(658)	(678)
FCFF	92	3 281	2 252	2 522	2 731	2 901

Zdroj: Vlastní výpočty

Přestože rok 2017 (první rok v plánovaném období) má nejnižší hodnotu provozního zisku v celém finančním plánu, volný peněžní tok v tomto roce je nepoměrně vysoký. Je mnohem vyšší než v roce 2016 a celkově je nejvyšší za celé období plánu. Je to dáno hlavně tím, že v roce 2016 došlo k obrovským investicím do pracovního kapitálu, a to se logicky promítá do roku 2017, kdy dochází k mírné korekci stavu pracovního kapitálu, proto rok 2017 jako jediný má záporné investice do PK. Jinak FCFF vykazuje mírně rostoucí trend, který se zpomaluje ke konci první fáze, což odpovídá postavení oceňované společnosti v životním cyklu firmy.

3.3.2 Diskontní míra (WACC)

Tedy, když máme FCFF, musíme diskontovat tyto peněžní toky abychom dostali jejich hodnotu k datu ocenění. Diskontní míra závisí na očekávání investora a jím požadované výnosnosti. Pro společnost, která má jak dluh, tak i vlastní kapitál, diskontní míra se počítá jako vážený průměr požadovaných výnosů investorů a věřitelů. Jedná se o tak zvaný WACC (Weighted Average Cost of Capital), který se počítá podle následujícího vzorce:

$$WACC = \frac{CK}{K} \times N_{CK} \times (1 - d) + \frac{VK}{K} \times N_{VK}$$

K značí celkový kapitál, CK – cizí kapitál, VK – vlastní kapitál, N_{CK} a N_{VK} – náklady cizího a vlastního kapitálu, d – sazba daně.

3.3.2.1 Náklady cizího kapitálu

Náklady cizího kapitál nejdříve vypočteme implicitně z historických dat dělením nákladových úroků na průměrný stav dluhu během jednotlivých let. Poslední 3 roky implicitní náklady cizího kapitálu jsou velmi stabilní a rovnají se přibližně 2,7 %. Dále máme údaje o úvěrech a leasingu v příloze k poslední účetní závěrce. Bankovní úvěr má pohyblivou sazbu 6M EURIBOR + 2,25 %, což se momentálně rovná přibližně 2 %; půjčka od vlastníků má také pohyblivou sazbu 1M EURIBOR + 1,95 %, hodnota k datu ocenění je přibližně 1,6 %; efektivní úroková sazba u leasingu byla v roce 2016 17,4 %. Vzhledem k tomu, že leasing tvoří jen zlomek od celkových dluhu, implicitní náklady cizího kapitálu odpovídají těmto sazbám, proto volíme hodnotu 2,7 %.

3.3.2.1 Náklady vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu jsou očekávaným výnosem pro vlastníky. Pro odhad nákladů vlastního kapitálu musíme určit očekávanou míru výnosnosti oceňované společnosti. Pro tento účel se používají modely oceňování aktiv, které určují výnos jakéhokoliv aktiva na základě rizika spojeného s investováním do toho aktiva. Existuje několik různých modelů oceňování aktiv, každý se liší způsobem, jakým je definováno a následně promítnuto do očekávané výnosnosti riziko. Nejpoužívanější metodou pro odhad očekávané míry výnosnosti je CAPM (Capital Asset Pricing Model). Modifikovaná verze rovnice modelu CAPM, kterou budeme používat v našem modelu, má následující tvar:

$$N_{VK} = r_f + \beta \times (R_m - r_f + RPZ) + \text{Přirážka za likviditu}$$

kde r_f – bezriziková úroková míra,

β – koeficient beta oceňovaného aktiva,

R_m – očekávaná výnosnost trhu,

RPZ – riziková přirážka země.

Základní myšlenka CAPM spočívá v tom, že velikost výnosů pro investory je odvozená ze dvou faktorů: časové hodnoty peněz a rizika. Časovou hodnotu peněz ve vzorci představuje bezriziková úroková míra, která kompenzuje investory za umístění peněz do jakékoliv investice po určitou dobu. Bezriziková úroková míra je obvykle zastoupena mírou výnosnosti státních dluhopisů.

Druhá část vzorce CAPM představuje riziko a vypočítává výši odměny pro investory za podstoupení vyššího rizika. To se vypočte přes míru rizika konkrétního aktiva (beta), která porovnává výnosy aktiva s výnosy celého trhu za určité časové období, a tržní prémii ($R_m - r_f$), tzn. přirážku trhu k bezrizikové míře. Beta ukazuje, jak je zkoumané aktivum rizikové v porovnání s celkovým tržním rizikem, a je funkcí volatility aktiva a trhu a také korelace mezi nimi.⁵⁴

Jelikož počítáme náklady vlastního kapitálu pro českého investora, bezriziková úroková míra je převzata z výnosů 10letých státních dluhopisů, která k datu ocenění činila 0,53 %⁵⁵. S koeficientem β je to trochu složitější. Ideálním postupem by tady bylo provést regresní analýzu výnosů oceňované firmy s výnosy trhů, ale na to bohužel nemáme potřebná data. Proto volíme docela nepřesný ale v investičním světě hodně používaný postup pro zjištění koeficientu beta – použití dat profesora Damodarana, které jsou veřejně přístupné na jeho webové stránce⁵⁶. Vzhledem k tomu, že zaměření hlavní činnosti firmy není ryze reklamní služby v jejích klasickém pojetí, ale poskytování komplexních reklamních a marketingových služeb v retail sektoru primárně pro FMCG klienty, jako odvětví zvolíme nejen reklamu (Advertising), ale

⁵⁴ PIGNATARO, Paul. *Financial modeling and valuation: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 302

⁵⁵ <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-dluhopisu-10r-cr/>

⁵⁶ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

také maloobchod obecně a maloobchodní prodej potravin (Retail (General) a Retail (Grocery and Food)). Samozřejmě poslední dva mají podstatně menší váhu: reklamnímu sektoru přiřadíme 70 %, ostatním dvěma odvětvím po 15 %. Dále také musíme zvolit region působnosti společnosti, protože globální údaje obsahují podniky z celého světa, což vyvolává velkou nepřesnost při počítání hodnot beta. Jako nejrelevantnější se zdá být region Západní Evropa, ale rizikový profil některých zemí jako třeba Rusko nebo Ukrajina spíše patří do skupiny Emerging Markets (rozvíjející se trhy). Proto přidáme další rozdělení do těchto dvou skupin, které budou mít stejnou váhu 50 %. Ze souboru dat budeme vybírat nezadlužené beta koeficienty očištěné od vlivu hotovosti. Výpočet nezadluženého koeficientu beta s použitím váženého průměru je znázorněn v tabulce 17.

Tabulka 17 Výpočet nezadlužené beta

<i>Odvětví</i>	<i>Západní Evropa (0,5)</i>	<i>Emerging Markets (0,5)</i>	<i>Váha</i>	
Reklama	0,66	1,29	70 %	0,68
Retail (obecně)	0,62	0,93	15 %	0,12
Retail (potraviny)	0,65	0,75	15 %	0,11
				0,90

Zdroj: Damodaran, vlastní výpočty

Dosažením nezadlužené bety do vzorce pro výpočet bety zadlužené, dostaneme koeficient β :

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK} \right]$$

Pro výpočet byly použity podíly cizího a vlastního kapitálu v posledním historickém roce 2016 a efektivní daňová sazba, zvolená pro modelování v kapitole o finančním plánu. Výsledný koeficient, který bude použit v modelu CAPM, se rovná 1,00.

Abychom zachovali konzistentnost při výpočtu nákladů vlastního kapitálu převezmeme také i očekávaný výnos trhu pro kalkulaci tržní prémie z dat profesora Damodarana. Za očekávaný výnos na rozvinutém trhu považujeme výnosnost indexu S&P 500, který dosahoval na konci roku 2016 hodnoty 5,69 %. Pro výpočet průměrné rizikové přírážky použijeme jako váhu podíl jednotlivých poboček na celkových

tržbách skupiny v roce 2016, kterým vynásobíme rizikové přírážky vypočtené pro jednotlivé země⁵⁷. Postup je zobrazen v tabulce 18.

Jelikož oceňovaná společnost je relativně malá a neobchoduje se na kapitálovém trhu, přidali jsme do modifikovaného vzorce také přírážku za likviditu. Tu můžeme najít třeba v poslední veřejně dostupné ročence Ibbotson Valuation Yearbook 2013⁵⁸, která se hodně používá v oceňovací praxi. Hodnota přírážky uvedena daném zdroje činí 3,81 %.

Tabulka 18 Výpočet rizikové přírážky země

<i>Země</i>	<i>Riziková prémie země</i>	<i>Váha</i>	
Česko	1,00 %	30,00 %	0,30 %
Maďarsko	3,13 %	30,00 %	0,94 %
Polsko	1,21 %	10,00 %	0,12 %
Rusko	3,55 %	15,00 %	0,53 %
Slovensko	1,21 %	10,00 %	0,12 %
Ukrajina	14,21 %	5,00 %	0,71 %
			2,72 %

Zdroj: Damodaran, vlastní výpočty

Ted' už máme veškeré vstupní údaje pro dosažení do vzorce CAPM a můžeme spočítat náklady vlastního kapitálu společnosti:

Tabulka 19 Výpočet nákladů vlastního kapitálu

Bezriziková úroková míra	<u>0,53 %</u>
Očekávaný výnos trhu (S&P 500)	<u>5,69 %</u>
Riziková přírážka země	2,72 %
Přírážka za likviditu	<u>3,81 %</u>
Nezadlužené beta	0,90
Daňová sazba	25 %
Zadlužené beta	1,00
Náklady vlastního kapitálu	12,71 %

Zdroj: Damodaran, Ibbotson, vlastní výpočty

⁵⁷ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

⁵⁸ 2013 Ibbotson SBBI Risk Premia Over Time Report [online]. [Cit. 2017-08-15]. Dostupné z: <http://www.healthinquiry.net/Public%20Submissions/Netcare%20Ex%20GH-75%20Ibbotson.pdf>

3.3.2.2 WACC a sladění kapitálové struktury

Jakmile máme spočítané náklady cizího a vlastního kapitálu, a je určená efektivní daňová sazba, už nic nebrání tomu, abychom spočítali průměrné vážené náklady kapitálu dosadiv tyto údaje do vzorce WACC:

Tabulka 20 Výpočet WACC

N _{VK}	12,71 %
N _{CK}	2,70 %
Daňová sazba	25 %
Cizí kapitál	3 510
Vlastní kapitál	26 190
WACC:	11,45 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Z vzorců CAPM a WACC je patrné, že náklady vlastního kapitálu a průměrné náklady celkového kapitálu jsou závislé na kapitálové struktuře podniku. Ilustrované výpočty jsou založené na finančním plánu pro základní scénář. Výpočet WACC je založen na iteračním procesu. WACC je závislý na kapitálové struktuře podniku, ale i kapitálová struktura je závislá na WACC, protože hodnota podniku (a tím pádem i podíl vlastního kapitálu na celkové hodnotě) podle DCF je tvořena peněžními toky diskontované k datu ocenění pomocí právě WACC. Zadáním cyklického odkazu v excel spustíme tuto iteraci, a dojde tak ke sladění kapitálové struktury s hodnoty WACC.

Pro diskontování veškerých peněžních toků bude použita stejná diskontní míra WACC pro všechny roky plánu. Znamená to, že ji nebudeme přizpůsobovat změnám kapitálové struktury, což není obecně považováno za správné rozhodnutí. Ale, jak už bylo zmíněno výše, ke změnám kapitálové struktury dochází z velké části kvůli kumulování nerozdělených zisků, což vede k umělému zvyšování podílu vlastního kapitálu. V realitě vedení podniku by pokusilo použít tyto zdroje jedním ze dvou způsobů: investovat do rozšíření provozu (a to buď organicky anebo koupí dalších firem) nebo vyplatit dividendy vlastníkům. Navíc nevíme přesně o záměrech managementu měnit nějakým směrem kapitálovou strukturu. Proto pro účely této práce považuji rozhodnutí nechat stejnou diskontní míru pro celé plánované období za opodstatněné.

3.3.3 Pokračující hodnota

Jakmile budeme mít diskontní sazbu, použijeme tuto sazbu k diskontování plánovaných peněžních toků v první fázi. To nám dává hodnotu společnosti během prvních 5 let. Pro odhad hodnoty podniku ve 2. fázi musíme spočítat tak zvanou pokračující hodnotu. Existuje množství přístupů k odhadu pokračující hodnoty. V modelu budeme pro účely srovnání výsledků používat dvě následující metody pro výpočet pokračující hodnoty podniku:

- Gordonův růstový model
- Metoda násobků

Gordonův růstový model je založen na domněnce, že od konce 1. fáze až donekonečna podnik bude mít stabilní proud peněžních toků. Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty je následující:

$$PH = \frac{FCFF_T \times (1 + g)}{WACC - g}$$

kde $FCFF_T$ – volný peněžní tok v posledním roce plánu,

g – míra růstu FCFF ve 2. fázi.

Míra růstu logicky nesmí překročit dlouhodobou míru růstu HDP (v současnosti 2-3%) a spadnout pod míru inflace (1-2%). Je to spíš teoretický koncept, nicméně na pokračující hodnotu spočítanou touto metodou připadá ve většině případů více jak polovina celkové hodnoty.

Metoda násobků je v porovnání s ostatními metodami poměrně jednoduchou kalkulací, která je založena na násobení klíčových hospodářských ukazatelů oceňovaného podniku. Právě jednoduchost je důvodem její značné obliby v praxi. Typicky je používán EBITDA násobek, který je aplikován na EBITDA podniku v posledním plánovaném roce. EBITDA násobek můžeme zjistit ze srovnatelných společností, nebo můžeme použít násobek, který vychází ze současného poměru hodnoty společnosti k výši EBITDA. Užívání současného násobku lze považovat za konzervativní přístup (pokud společnost není příliš nadhodnocená). Jinými slovy to znamená, že prodáme

společnost za pět let alespoň za stejný násobek, a jelikož předpokládáme, že EBITDA vzroste, pak by celková prodejní hodnota měla být vyšší.⁵⁹

Jakmile pokračující hodnota je spočítána musí být také diskontována na současnou hodnotu. Je důležité pochopit rozdíl mezi hodnotou vypočítanou Gordonovým vzorcem a pomoci násobku EBITDA. První je založena na peněžních tocích a míře růstu, druhá vychází z tržních násobku. Je proto dobrou praxí výsledek obou metod nějak porovnat. Je-li nějaká hodnota je mnohem vyšší, je možné, že buď plánované peněžních toky jsou příliš nízké (nebo naopak vysoké) anebo zvolený násobek neodpovídá realitě. Proto v modelu je realizován jednoduchý přepínač mezi těmito dvěma způsoby, a navíc jsou počítány implicitní násobek EBITDA odpovídající zvolené míře růstu a implicitní míra růstu, která vychází ze zvoleného násobku.

3.3.4 Výsledné ocenění

Jakmile máme pokračující hodnotu, můžeme přistoupit k finálním výpočtům. Převědeme peněžní toky 1. fáze a pokračující hodnotu na současnou hodnotu a všechno sečteme. Výsledkem je brutto hodnota podniku neboli Enterprise Value. Tuto hodnotu již můžeme použít pro indikativní ocenění společnosti jako jeden ze vstupních parametrů LBO modelu, protože budeme tam používat podíl EV/EBITDA neboli EBITDA násobek. Jenže nás by také mohla zajímat čistá hodnota pro vlastníky firmy – netto hodnota (Equity Value). Abychom ji dostali přičteme k EV hodnotu peněžních prostředků a odečteme cizí kapitál a hodnotu menšinových podílů. Výsledná hodnota Equity Value pro společnost POS Media Group spočítaná metodou DCF entity k 31.12.2016 s použitím finančního plánu pro 3 různé scénáře a s výpočtem pokračující hodnoty Gordonovou metodou je uvedena v tabulce 21.

⁵⁹ PIGNATARO, Paul. *Financial modeling and valuation: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 309-310

Tabulka 21 Výsledek DCF ocenění pro různé scénáře

	Základní scénář	Optimistický scénář	Pesimistický scénář
WACC	11,45 %	11,58 %	11,29 %
Tempo růstu ve 2. fázi	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Pokračující hodnota	31 323	44 479	22 334
Suma SH peněžních toků	10 037	13 028	7 853
SH pokračující hodnoty	18 218	25 719	13 085
Hodnota brutto (EV)	28 255	38 747	20 938
Cash	1 499	1 499	1 499
Cizí kapitál	3 510	3 510	3 510
Menšinový podíl	54	54	54
Hodnota netto (Equity Value)	26 190	36 682	18 873
Implicitní EV/EBITDA násobek	7,3 x	10,0 x	5,4 x
Pokračující hodnota % EV	64,5 %	66,4 %	62,5 %
Implicitní EBITDA násobek pro PH	6,7 x	6,6 x	6,6 x

Zdroj: Vlastní výpočty

3.4 LBO model

Velkou část práce pro to, abychom mohli postavit funkční LBO model, jsme již provedli během tvorby oceňovacího DCF modelu. LBO model vychází ze stejného finančního plánu, který už máme k dispozici. V této kapitole pokusím nastínit postup, který je používán při tvorbě standardního LBO modelu v praxi. Různé zdroje uvádějí jednotlivé kroky v různém pořadí, Rosenbaum a Pearl⁶⁰ třeba začínají finančním plánem, Paul Pignataro⁶¹ začíná model určením zdrojů a užití v transakci, Brian DeChesare⁶² navrhuje nejdřív odhadnout kupní cenu a stanovit poměr dluhu a vlastních zdrojů nutných pro koupi cílové společnosti. Jenže všichni postupně procházejí všemi důležitými kroky a v závěru mají plnohodnotnou LBO model. Proto nebudeme se závazně držet nějakého nabízeného algoritmu, spíš zkusíme logicky navázat na již hotový finanční plán a DCF model z minulých kapitol této části práce.

⁶⁰ Rosenbaum, J. a Pearl J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013

⁶¹ Pignataro, P. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2014

⁶² DeChesare, B. Leveraged Buyout (LBO) Model Overview. In: *Breaking Into Wall Street* [online]. [Cit. 2017-07-16]. Dostupné z: <https://breakingintowallstreet.com/biws/demonstration-portal-files/Financial-Modeling-Fundamental3/BIWS-LBO-Quick-Reference.pdf>

3.4.1 Odhad vstupních parametrů modelu

Nejdřív začneme definováním parametrů celé transakce: stanovíme kupní cenu, určíme podíl vlastních zdrojů na celkovém financování transakce, odhadneme parametry úvěrových a dalších dluhových instrumentů. Závěrem této podkapitoly má být souhrnná tabulka zdrojů a užití peněžních toků v modelované LBO transakce.

3.4.1.1 Kupní cena

Jak jsem už zmiňoval na začátku minulé kapitoly, které popisuje postup modelování DCF ocenění, výsledkem modelu DCF je přibližná (indikativní) kupní cena, která je jedním z důležitých vstupních parametrů LBO modelu. Na základě této ceny pak analytik je schopen pokračovat v budování finanční struktury transakce (určení poměrů dluhu a vlastních prostředků, a stanovení parametrů jednotlivých zdrojů).

Výsledkem základního scénáře DCF Entity ocenění je hodnota firmy, která činí 26 190 tisíc eur, což se implicitně rovná násobku EV/EBITDA ve výši 7,3x. Pro zhodnocení toho, jestli je tento násobek adekvátní aktuálním tržním podmínkám či není, obrátíme se na rozhovor ředitele útvaru Akvizičního financování České spořitelny Martina Viliše⁶³: „U většiny transakcí, které realizujeme, se kupní cena pohybuje v rozmezí 6-8násobku provozního zisku firmy před zdaněním, úroky a odpisy, přičemž konkrétní ocenění záleží na mnoha faktorech, například na odvětví, ve kterém firma působí, nebo její pozici na trhu“. Z toho děláme závěr, že valuace cílové společnosti, které nám poskytlo DCF ocenění je relevantní současným tržním podmínkám, násobek 7,3x leží uprostřed zmíněného intervalu. V praxi se násobky kupní ceny ve většině případů zaokrouhlují na celá čísla nebo na polovinu, proto jako kupní cenu stanovujeme hodnotu 7,5násobku EBITDA.

3.4.1.2 Finanční struktura transakce

Pro stanovení podílu dluhového financování transakce se zase obrátíme na pána Viliše z České spořitelny: „Když poskytujeme úvěr na nákup firmy, požadujeme po kupujícím, aby se na úhradě ceny za firmu podílel vlastními zdroji minimálně ze 30-40 %. Pokud dobře prosperující firma kupuje jinou dobře prosperující firmu, může to

⁶³ Akviziční úvěr: Jak se financují fúze a akvizice v době levných peněz? In: *Investiční web* [online]. [Cit. 2017-08-21]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/akvizicni-uver-jak-se-financuji-fuze-a-akvizice-v-dobe-levnych-penez/>

být i méně, například 20 %. Za výjimečných podmínek umíme půjčit i 100 % kupní ceny, avšak pouze proti silné bilanci kupujícího a velmi dobrému kreditnímu profilu kupované společnosti“. Zároveň je ve stejném článku zmíněna maximální výše bankovního úvěrů: „Pokud je prodávaná firma v dobrém stavu a není ohrožena zásadními riziky, může banka poskytnout akviziční úvěr až v objemu 4násobku jejího zisku před zdaněním, úroky a odpisy (EBITDA).“ Jelikož jsme zvolili pro kupní cenu násobek 7,5x, a maximálně výše úvěru nepřesáhne 4,0x, znamená to, že úvěr může pokrýt cca 50-60 % kupní ceny. Zůstaneme konzervativní a zvolíme 50% podíl dluhu ve finanční struktuře.

3.4.1.3 Parametry dluhových instrumentů

Jelikož je velikost českého trhu LBO velmi malá, a cena kupovaných společností není nijak vysoká, na pokrytí potřeby v dluhovém financování transakcí často stačí jeden jediný akviziční úvěr od banky. Nicméně v modelované transakci budeme počítat s více zdroji, abychom přizpůsobily model tak, aby byla schopná pokrýt různé druhy dluhových instrumentů dostupných na trhu. Seznam použitých v modelu zdrojů dluhového financování, jejich podíl na celkovém dluhu a hlavní parametry jsou uvedeny v tabulce 22.

Tabulka 22 Parametry dluhových instrumentů v modelovaném LBO

	Podíl	Úroková míra	Splacení jistiny	Celková výše (tis. Eur)
Revolver:	-	EURIBOR + 2,0 %	-	2 000
Bankovní úvěr A:	50,0 %	EURIBOR + 3,0 %	10,0 %	6 781
Bankovní úvěr B:	40,0 %	EURIBOR + 5,0 %	5,0 %	5 425
Podřízený dluh:	5,0 %	10,0 %	0,0 %	678
PIK půjčka:	5,0 %	12,0 %	0,0 %	678

Zdroj: Vlastní výpočty

Revolvingový úvěr ("revolver") je tradiční úvěrový nástroj poskytovaný bankou, který dlužníkovi umožňuje čerpat libovolnou částku až do stanoveného limitu během určité doby. Většina společností využívá revolver k zajištění likvidity, aby pokryla sezónní výkyvy v pracovním kapitálu, kapitálové výdaje apod. Revolver může být také použit k financování části kupní ceny v LBO, ačkoli je obvykle nečerpán při uzavření

obchodu a je sjednán hlavně pro zajištění splátek jiných dluhů.⁶⁴ Jeho úroková míra je odhadnuta ve stejné výši jako u běžných provozních úvěrů cílové společnosti a to EURIBOR + 2 %, což podle mého názoru odpovídá reálným tržním podmínkám.

Ve velkých transakcích se často sjednává víc než jeden bankovní úvěr, proto budeme simulovat tuto situaci přidáním dvou bankovních úvěrů do finanční struktury modelované transakce. Bankovní úvěr A v našem případě je více seniorní, než bankovní úvěr B (celý seznam zdrojů dluhového financování ve výše uvedené tabulce je seřazen podle seniority). Znamená to, že nejdřív budou uhrazeny veškeré závazky vyplývající z úvěru A, jenom potom budou uspokojeny požadavky banky B. Proto i úroková sazba úvěru A je o 2 procentní body nižší a činí EURIBOR + 3 %, u úvěru B je to EURIBOR + 5 %. Minimální požadované bankou splátky jistiny činí 10 % u úvěru A, 5 % u úvěru B. Předčasné splacení je povoleno bez jakéhokoliv pokutování. Tady bohužel nemůžeme s jistotou říct, jestli tyto sazby odpovídají reálným tržním podmínkám, jelikož se nepodařilo získat přesné podmínky akvizičního financování v otevřených zdrojích (navíc se akviziční úvěry pochopitelně sjednávají individuálně a závisí na okolnostech transakce). Nicméně dá se s jistotou konstatovat, že náklady na akviziční úvěr jsou vyšší než náklady na běžný provozní nebo investiční úvěr. „Z pohledu banky je totiž financování akvizic a fúzí vždy rizikovější než financování provozu nebo investic, protože se jedná o úvěr, který jde nad rámec běžného zadlužení společnosti. Akviziční úvěr zvyšuje riziko a mění kreditní profil firmy. U akvizičního úvěru je také výrazně náročnější jeho sjednání i následná administrace.“⁶⁵

Zbývající dva druhy dluhu jsou přidány spíš pro úplnost modelu, v českých podmínkách při LBO transakci se s nimi sotva setkáme. Ale musím říct, že i ve velkých LBO transakcích v zemích s rozvinutým finančním trhem jsou tyto instrumenty nemají vysoké procentuální zastoupení v celkové struktuře financování. Nicméně se jedná o velice rozšířené zdroje financování. Podřízený dluh (Subordinated note) je nic jiného

⁶⁴ Rosenbaum, J. a Pearl J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 221-222

⁶⁵ Akviziční úvěr: Jak se financují fúze a akvizice v době levných peněz? In: *Investiční web* [online]. [Cit. 2017-08-21]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/akvizicni-uver-jak-se-financuji-fuze-a-akvizice-v-dobe-levnych-penez/>

než obyčejní vysoce rizikový kuponový dluhopis (High-yield bond), které poskytuje emitentovi pravidelné úrokové výnosy a je splacen až na konci trvání dluhového vztahu. Předčasné splacení je obvykle spojeno s vysokou pokutou. Úroková sazba je stanovena na 10 %. PIK (Payment-in-kind) půjčka představuje mezaninový dluhový nástroj, v podstatě se jedná o konvertibilní půjčku. Hojně se používá při financování start-upů. Konvertibilní půjčka je dluhem, který se může konvertovat do podílu ve firmě. Tento nástroj má nejvyšší sazbu, ale společnost ve skutečnosti úrok nesplácí hned v hotovosti. Namísto toho je úrok připočítán k jistině půjčky, později kumulovaný úrok se přemění na podíl společně s jistinou půjčky. Nebudeme se podrobně zabývat tím, kdy a za jakých podmínek dochází k přeměně PIK půjčky na equity, jenom promítneme dopad kapitalizace úroku do těla půjčky a budeme předpokládat, že do okamžiku prodeje ke konverzi tomu nedojde.

3.4.1.4 Zdroje a užití

Souhrnná tabulka zdrojů a užití se používá k shrnutí toků finančních prostředků potřebných k provedení celé transakce. Zdroje finančních prostředků zahrnují veškerý kapitál použitý k financování akvizice. Užití finančních prostředků obsahuje položky financované z kapitálových zdrojů – v dané modelované transakce jsou to hodnota vlastního kapitálu společnosti, splacení stávajících úvěrů a uhrazení transakčních poplatků a výdajů spojených se zařízením dluhového financování. Bez ohledu na počet a typ položek v této tabulce, součet zdrojů se musí rovnat součtu užití prostředků.⁶⁶

Zdroje zahrnují v sobě již detailně rozebrané v minulé podkapitole dluhové nástroje. Dále také rozdíl mezi provozně nutnými peněžními prostředky a nepotřebnými, který je minimální vzhledem k tomu, že podle mého názoru skoro všechny peníze jsou použity v provozu (je to v daném případě spíš technická položka). Zbytek činí vlastní zdroje investora, které, jak je vidět, o něco vyšší, než 50 % z celkových zdrojů, protože investor musí také hradit veškeré poplatky a současný dluh firmy. Poplatky jsou uvedeny jen pro úplnost modelu. Transakční poplatky jsou spočítány jako procento z celkové hodnoty kupované společnosti, poplatky za sjednání úvěrů jsou spočítány z celkové výši sjednaných úvěrových instrumentů včetně revolveru. Poslední také

⁶⁶ Rosenbaum, J. a Pearl J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 265

budou kapitalizovány do aktiv podniku a odpisovány během 5 let (o tom podrobněji v následující podkapitole o úpravách rozvahy po uskutečnění transakce).

Tabulka 23 Zdroje a užití LBO

Zdroje		Užití	
Neprovozní cash	99	Splacení současného dluhu	3 510
Bankovní úvěr A	6 781	Hodnota VK firmy při koupi	27 125
Bankovní úvěr B	5 425	Transakční poplatky	15
Podřízený dluh	678	Kapitalizované poplatky	31
PIK půjčka	678		
Equity investora	17 019		
Celkem zdroje	30 681	Celkem užití	30 681

Zdroj: Vlastní výpočty

3.4.2 Zahajovací (pro-forma) rozvaha

Po provedení transakce bude SPV fúzována s cílovou společností a rozvaha nově vzniklé jednotky bude vypadat trochu jinak než ve finančním plánu, který jsme používali pro DCF ocenění. Dole uvedeme některé významné změny, které se projeví na zahajovací rozvaze:

- Všechny složky vlastního kapitálu kupované společnosti jsou nahrazený jedinou položkou, která představuje kapitál investovaný z vlastních zdrojů kupce.
- Transakční poplatky jsou hned promítnuty do nákladů běžného období, což ovlivní výsledek hospodaření; náklady na sjednání akvizičního financování jsou kapitalizovány do aktiv firmy.
- Stávající dluh je nahrazen novým, který vzniká použitím úvěrových nástrojů ve finanční struktuře LBO transakce.
- Goodwill je přepočítán s přihlédnutím k parametrům uskutečněné transakce. Nový goodwill se rovná hodnotě vlastního kapitálu cílové společnosti, jak je oceněn v kupní ceně, sníženou o účetní hodnotu před akvizicí. Od toho je navíc odečtena stará hodnota goodwillu.

Kompletní zahajovací rozvahu se zvýrazněnými novými položkami lze najít v příloze k této práci.

3.4.3 Splátkový kalendář

Dalším velmi důležitým krokem při budování LBO modelu je tvorba splátkového kalendáře. Je to docela složitý ale na druhou stranu čistě technický proces. Výsledná tabulka musí umět automaticky distribuovat disponibilní zdroje mezi kanály užití těchto zdrojů. Tento krok nejvíc odlišuje LBO model od vytvořeného dříve DCF modelu. Korektní propojení veškerých peněžních toků je klíčové pro správnost celého modelu a výslednou analýzu proveditelnosti transakce s navrhovanými parametry.

Nejdřív musíme spočítat hodnoty pohyblivých úrokových sazeb v jednotlivých letech. To uděláme pomocí tak zvané EURIBOR křivky, která obsahuje odhady vývoje sazeb EURIBOR v následujících letech. Dále použijeme tyto sazby pro výpočet úroků u jednotlivých dluhových nástrojů. Tady stejně jako v DCF modelu při sladění kapitálové struktury je používán iterační proces. Úroky v jednotlivých letech závisí na stavu úvěrů, ale splacení a tím pádem i stav úvěrů je závislý na disponibilních zdrojích, které zůstávají po úhradě úroků.

Pojem volné peněžní toky v LBO modelování je poněkud odlišný od obecně používaného v oceňování. Jsou to finanční prostředky, které v celé výši mohou být použity k splacení dluhu. Splacení dluhu se dělí na povinné a volitelné. Povinné má být splacena určitá část jistoty bankovních úvěrů. Podřízený dluh a PIK půjčka splacení nevyžadují. Pokud po úhradě všech úroků a povinné části jistoty úvěrů zbývají volné peněžní prostředky, budou v celé výši použity na volitelné splacení zbývajících úvěrů (pokud jejich podmínky to dovolují). Úroky u PIK půjčky jsou kapitalizovány a promítnuty do zvýšení jistoty této půjčky. Pokud v nějakém roce (hlavně v prvních letech, kdy stav dluhů je poměrně vysoký) dojde k nedostatku prostředků generovaných provozem firmy, bude aktivováno čerpání sjednaného revolvingového úvěru.

Splátkový kalendář pro modelovanou transakci LBO s provozními parametry podniku ze základního scénáře je uveden dole:

Tabulka 24 Splátkový kalendář dluhu v LBO

	2017	2018	2019	2020	2021
Volný peněžní tok k splacení dluhů	2 791	2 037	2 366	2 661	2 940
Čerpání revolvingového úvěru	0	0	0	0	0
Zdroje celkem	2 791	2 037	2 366	2 661	2 940
<i>Povinné splacení dluhů</i>					
Bankovní úvěr A:	678	678	678	402	0
Bankovní úvěr B:	271	271	271	271	271
Podřízený dluh:	0	0	0	0	0
PIK půjčka:	0	0	0	0	0
Celkem	949	949	949	673	271
<i>Volitelné splacení dluhů</i>					
Revolver:	0	0	0	0	0
Bankovní úvěr A:	1 841	1 088	1 416	0	0
Bankovní úvěr B:	0	0	0	1 988	2 081
Podřízený dluh:	0	0	0	0	0
PIK půjčka:	0	0	0	0	0
Celkem	1 841	1 088	1 416	1 988	2 081
Zvýšení stavu peněz na rozvaze	0	0	0	0	588
Užití celkem	2 791	2 037	2 366	2 661	2 940

Zdroj: Vlastní výpočty

Jak je vidět z tabulky, v roce 2020 dojde k úplnému splacení bankovního úvěru A, a celý zbytek peněžních toků v tomto a následujícím roce bude použit na volitelné splacení bankovního úvěru B.

3.4.4 Finální kompletace modelu

Kompletace celého modelu spočívá v propojení veškerých výkazů, které byly vytvořeny v předchozích krocích. Nejdůležitější je napojit úrokové náklady ze splátkového kalendáře na výsledovku, a také snížení jistin úvěru na odpovídající položky na rozvaze. Stejně jako u DCF modelu kontrolu správnosti propojení jednotlivých tabulek v modelu LBO můžeme ověřit porovnáním celkových aktiv a celkových pasiv v rozvaze, je totiž velká pravděpodobnost, že pokud bychom zapomněli zohlednit nějaký detail, hned by se to projevilo na bilanční rovnováze.

Posledním krokem celého modelu, jakousi třešničkou na dortu, je výpočet ukazatele IRR⁶⁷ (podrobněji o jeho výpočtu v následující kapitole). Tu začínáme odhadem prodejní ceny společnosti na konci investičního horizontu. Jak jsme již zmiňovali, pro

⁶⁷ IRR – Internal Rate of Return – vnitřní výnosové procento

účely opatrnosti použijeme stejný násobek EBITDA, který byl u kupní ceny – 7,5x. Dále z celkové hodnoty firmy odečteme hodnotu veškerých zbývajících dluhů a přičteme peněžní prostředky, abychom dostali výslednou hodnotu plynoucí z prodeje firmy investorům. Dosažením této hodnoty a hodnoty investovaného na začátku equity do vzorce pro výpočet IRR spočítáme výsledné vnitřní výnosové procento celé zamyšlené transakce. Jeho hodnota je vodítkem pro investory v odvětví private equity. Pokud IRR nesplňuje očekávání investorů, mohou buď přehodnotit vstupní parametry celé transakce anebo od záměru koupit danou společnost odstoupit.

Výsledná hodnota modelované transakce je uvedena v tabulce 25. Historicky PE investoři požadovali v průměru 20-25 % návratnosti ze svých investic. Jenže v poslední době levných peněz, kdy tržní úrokové sazby spadly pod nulu procent, 15,7 % se zdají být velice dobrým výnosem z takové transakce, navíc s ohledem na to, že veškeré předpoklady a odhady v modelu byly udělány s konzervativním přístupem.

Tabulka 25 Finální výsledek LBO modelu

	2016	2021
EBITDA	3 892	4 692
EBITDA násobek	7,5 x	7,5 x
Enterprise Value	29 190	35 190
Equity Investora	(17 019)	35 264
IRR:	15,7 %	

Zdroj: Vlastní výpočty

3.5 Analýza LBO

Jakmile je model LBO plně propojen a otestován, je připraven k použití pro provedení analýzy zkoumané transakce. Tou analýzou mám na mysli především vyhodnocení různých struktur financování, stanovení schopnosti cílové společnosti splácet dluhy a změření návratnosti investice pro investora v rámci několika provozních scénářů. Tato analýza pak umožňuje určit vhodný rozsah ocenění pro cílovou společnost.

3.5.1 Analýza výnosnosti – IRR

Jak již bylo uvedeno v závěru minulé kapitoly IRR (česky VVP – vnitřní výnosové procento, ale budeme používat v praxi zažitou zkratku IRR) je primární metrika, podle níž investoři posuzují přitažlivost potenciálního LBO. IRR měří celkovou návratnost

kapitálových investic investora, včetně případných dodatečných kapitálových vkladů nebo obdržených dividend během investičního horizontu. IRR je založeno na konceptu časové hodnoty peněz, čím kratší je investiční horizont při jinak stejných parametrech (kupní a prodejní cena, podíl dluhu na financování transakce apod.), tím vyšší je IRR pro investora a naopak. IRR je definováno jako diskontní sazba, která musí být použita na peněžní toky (výdaje a příjmy) investorů během investičního horizontu, aby čistá současná hodnoty (NPV) celé investice byla nulová:⁶⁸

$$NPV = \sum_1^t \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} - IN = 0$$

kde IN – počáteční investice,

CF_t – peněžní toky v jednotlivých letech.

Hlavními driversy IRR jsou plánovaná finanční výkonnost firmy, kupní cena, struktura financování (zejména podíl vlastních zdrojů), cena a rok exitu z investice. Tím pádem investor vždy bude usilovat o minimalizaci kupní ceny a podílu vlastního equity a také vždy před tím, než se pustí do investice, ujistí se v budoucí finanční výkonnost cíle a schopnosti prodat firmu za dobrou cenu na konci investičního horizontu.

Abychom komplexně prozkoumali výnosový potenciál modelované LBO transakce provedeme citlivostní analýzu ukazatele IRR, kde vstupními parametry budou EBITDA násobek při koupi a při exitu a taky rok výstupu z investice. Pak se ještě podíváme, jak se změní výnos transakce pro investora při kladných a záporných změnách v provozní výkonnosti kupovaného podniku.

Nejdřív otestujeme závislost IRR na změnách EBITDA násobku u kupní a prodejní ceny při exitu za 5 let a v podmínkách základního provozního scénáře společnosti. Jak je vidět z tabulky 26, i drobné změny v nákupní nebo prodejní ceně vedou k docela patrnému pohybu výnosové míry IRR. Zajímavým detailem je postupné snížení výnosnosti transakce při zvýšení násobků (předpokládáme, že násobky na vstupu a výstupu mají stejnou výši, odpovídající tomu míry IRR jsou zvýrazněny tučným písmem). Je to dáno tím, že při zvýšení kupní ceny roste potřeba dluhového

⁶⁸ Rosenbaum, J. a Pearl J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 210

financování, a tím se zvyšují pravidelné úrokové splátky. Stejné provozní peněžní toky již nestáčí na předčasné splacení části úvěrů, a úrokové náklady jsou relativně vyšší, než by mohly být.

Tabulka 26 Analýza citlivosti IRR na změny EBITDA násobků při koupě a prodeji cílu (základní scénář)

EBITDA násobek kupní ceny	EBITDA násobek při exitu:								
			6,0 x	6,5 x	7,0 x	7,5 x	8,0 x	8,5 x	9,0 x
	23 352	6,0 x	17,6 %	19,3 %	20,9 %	22,4 %	23,9 %	25,3 %	26,6 %
	25 298	6,5 x	15,2 %	16,9 %	18,5 %	20,1 %	21,5 %	22,9 %	24,3 %
	27 244	7,0 x	12,9 %	14,6 %	16,3 %	17,8 %	19,3 %	20,7 %	22,1 %
	29 190	7,5 x	10,6 %	12,4 %	14,1 %	15,7 %	17,2 %	18,6 %	20,0 %
	31 136	8,0 x	8,5 %	10,3 %	12,0 %	13,6 %	15,2 %	16,6 %	18,0 %
	33 082	8,5 x	6,4 %	8,3 %	10,0 %	11,6 %	13,2 %	14,7 %	16,1 %
	35 028	9,0 x	4,4 %	6,3 %	8,0 %	9,7 %	11,3 %	12,8 %	14,2 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Dále se podíváme na změnu IRR při různých provozních scénářích, které jsme vytvořili při sestavování finančního plánu v třetí kapitole. Základní scénář již vlastně máme zobrazeny v předchozí tabulce. Zase předpokládáme exit za 5 let.

Tabulka 27 Analýza citlivosti IRR na změny EBITDA násobků (optimistický scénář)

EBITDA násobek kupní ceny	EBITDA násobek při exitu:								
			6,0 x	6,5 x	7,0 x	7,5 x	8,0 x	8,5 x	9,0 x
	23 352	6,0 x	28,2 %	29,9 %	31,6 %	33,1 %	34,6 %	36,0 %	37,4 %
	25 298	6,5 x	25,9 %	27,6 %	29,3 %	30,8 %	32,3 %	33,8 %	35,1 %
	27 244	7,0 x	23,7 %	25,5 %	27,1 %	28,7 %	30,2 %	31,6 %	33,0 %
	29 190	7,5 x	21,7 %	23,4 %	25,1 %	26,7 %	28,2 %	29,6 %	31,0 %
	31 136	8,0 x	19,7 %	21,5 %	23,2 %	24,8 %	26,3 %	27,7 %	29,1 %
	33 082	8,5 x	17,8 %	19,6 %	21,3 %	22,9 %	24,4 %	25,9 %	27,2 %
	35 028	9,0 x	16,0 %	17,8 %	19,5 %	21,1 %	22,7 %	24,1 %	25,5 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Výsledek je velmi zajímavý, zatímco v základním scénáři je výnos 15,7 % se jeví jako průměr, všechny kombinace v optimistickém scénáři jsou vyšší, naopak v pesimistickém scénáři jenom jedna (docela nerealistická) kombinace s 6,0x na vstupu a 9,0x při exitu dává výsledek lepší. Určitě tak velký rozptyl výsledků může být dán příliš velkým rozpětím provozních parametrů v různých scénářích (tyto parametry lze najít v příloze), a jejich úpravou se výsledné hodnoty IRR navzájem přiblíží. Jenže i v pesimistickém scénáři firma, pokud není zatížená dodatečnými dluhy, vůbec nemá žádný problém s přežitím, pouze vývoj tržeb a marže je o něco

nižší, než očekává vedení firmy. To ještě jednou zdůrazňuje, jak je hodně důležitá provozní výkonnost cílové společnosti pro úspěšnost celé transakce. To potvrzuje i trend poslední doby v private equity sektoru, kdy nejúspěšnějšími PE fondy jsou ty, které mají speciální znalosti a zkušenosti v odvětví, do kterého investují, a které neustále sledují ukazatele a radí managementu portfoliových společností.

Tabulka 28 Analýza citlivosti IRR na změny EBITDA násobků (pesimistický scénář)

		EBITDA násobek při exitu:							
			6,0 x	6,5 x	7,0 x	7,5 x	8,0 x	8,5 x	9,0 x
EBITDA násobek kupní ceny	23 352	6,0 x	7,5 %	9,2 %	10,9 %	12,4 %	13,9 %	15,3 %	16,6 %
	25 298	6,5 x	4,8 %	6,6 %	8,3 %	9,8 %	11,3 %	12,8 %	14,1 %
	27 244	7,0 x	2,1 %	4,0 %	5,7 %	7,4 %	8,9 %	10,4 %	11,8 %
	29 190	7,5 x	(0,4 %)	1,5 %	3,3 %	5,0 %	6,6 %	8,1 %	9,5 %
	31 136	8,0 x	(3,0 %)	(0,9 %)	1,0 %	2,7 %	4,3 %	5,9 %	7,3 %
	33 082	8,5 x	(5,5 %)	(3,3 %)	(1,4 %)	0,4 %	2,1 %	3,7 %	5,2 %
	35 028	9,0 x	(8,0 %)	(5,7 %)	(3,7 %)	(1,8 %)	(0,0 %)	1,6 %	3,1 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Další citlivostní analýza představuje závislost IRR na délce investičního horizontu. Předpokládáme násobek EBITDA kupní ceny ve výši 7,5x a základní provozní scénář. Dále taky předpokládáme, že všechny dluhové nástroje mohou být dočasné splacení bez jakýchkoliv pokut a poplatků (respektive nebereme tyto pokuty v úvahu, pokud třeba dojde k exitu již v prvním roce, tzn. dříve než za 5 let). Tady je vidět (viz tabulka 29), že po prvním roce míra výnosnosti transakce pro hodnotu exitu 7,5x je relativně stabilní, pohybuje se kolem 16 % a s přibývajícím se roky začíná postupně klesat. Tento pokles není nijak dramatický především kvůli tomu, že dochází ke splacení úvěrů, a podíl vlastního kapitálu na celkové hodnotě se časem zvyšuje (viz tabulka 30), tím pádem faktor času z prodloužení investičního horizontu nemá až tak velký vliv (na druhou stranu roste ukazatel cash návratnosti). Možná se nabízí otázka, proč výnos neklesá již od prvního roku, důvodem jsou vysoké úrokové náklady v prvním roce a ten fakt, že investor musí na začátku investice ze svých peněz navíc uhradit stávající dluh firmy a transakční poplatky. Zajímavá je taky vysoká závislost IRR na hodnotě exitu v prvním roce, která je dána fixní kupní cenou 7,5x. Nejúspěšnějšími LBO v historii, co se týká ukazatele IRR, byly uskutečněny PE fondy, které hned po relativně krátké době po uzavření obchodu (někdy i pár měsíců) dostávaly výhodnou

nabídku na odkoupení od strategického kupce. Třeba v našem případě, pokud by fond za rok prodal firmu za 9tinásobek EBITDA, obdržel by IRR ve výši skoro 40 %.

Tabulka 29 Analýza citlivosti IRR na délce investičního horizontu

EBITDA Exit násobek	Rok exitu:						
			2017	2018	2019	2020	2021
	23 352	6,0 x	(25,7 %)	(0,6 %)	6,9 %	9,7 %	10,6 %
	25 298	6,5 x	(14,8 %)	5,2 %	10,5 %	12,1 %	12,4 %
	27 244	7,0 x	(4,0 %)	10,7 %	13,8 %	14,4 %	14,1 %
	29 190	7,5 x	6,8 %	16,0 %	17,0 %	16,6 %	15,7 %
	31 136	8,0 x	17,6 %	21,0 %	20,0 %	18,6 %	17,2 %
	33 082	8,5 x	28,5 %	25,8 %	22,9 %	20,6 %	18,6 %
	35 028	9,0 x	39,3 %	30,5 %	25,7 %	22,5 %	20,0 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Tabulka 30 Vývoj vlastního kapitálu a cash návratnosti při exitu v jednotlivých letech

	2016H	2017	2018	2019	2020	2021
Enterprise Value		27 635	30 404	32 535	34 164	35 190
Celkový dluh		10 859	8 919	6 664	4 127	1 915
Equity Investora	(17 019)	18 177	22 885	27 271	31 437	35 264
Cash návratnost		1,1 x	1,3 x	1,6 x	1,8 x	2,1 x

Zdroj: Vlastní výpočty

3.5.2 Analýza finanční struktury transakce

Důležitým úkolem LBO modelu je vypracování optimální struktury financování pro danou transakci. Investor musí mít jistotu, že provozní peněžní toky cílové společnosti mohou unést danou úroveň zadluženosti při různých ekonomických podmínkách. Využití realistických a obhajitelných prognóz při sestavení finančního plánu je rozhodující pro posouzení, zda je daná finanční struktura životaschopná. Středem pozornosti pro věřitele a investory je schopnost firmy splácet pravidelné úroky a celou (nebo podstatnou část) bankovního dluhu v navrhovaném termínu.⁶⁹ V LBO modelech jsou používány standardní ukazatele zadluženosti. Přidáme do modelu dva z mého pohledu nejdůležitějších: poměr celkového dluhu k EBITDA a podíl EBITDA na úrokových nákladech. Hned po uzavření transakce se poměr dluhu k EBITDA rovna 3,5x, což je v aktuálních tržních podmínkách únosná míra zadlužení, postupně

⁶⁹ Rosenbaum, J. a Pearl J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013, s. 288

splacením jistoty úvěrů se tento poměr ještě snižuje. Úrokové krytí je během celé doby vysoko nad požadovanou úrovní. Z toho děláme závěr, že navrhovaná struktura financování LBO transakce je velmi solidní.

Tabulka 31 Ukazatele zadluženosti podniku v podmínkách LBO transakce

	2016H	2016 PF	2017	2018	2019	2020	2021
Celkový dluh	3 510	13 563	10 859	8 919	6 664	4 127	1 915
Celkový dluh/EBITDA	0,9 x	3,5 x	2,9 x	2,2 x	1,5 x	0,9 x	0,4 x
Úrokové náklady	(95)	-	(551)	(500)	(458)	(378)	(269)
EBITDA/Úrokové náklady	41,0 x	-	6,7 x	8,1 x	9,5 x	12,0 x	17,4 x

Zdroj: Vlastní výpočty

Pro zajímavost tady také provedeme citlivostní analýzu závislosti IRR na poměru dluhu ve finanční struktuře. Předpoklady jsou stejné: základní provozní scénář, exit cena je 7,5x, doba investice je 5 let. Z tabulky je zřejmé, že v době levných peněz podíl dluhu nemá rozhodující vliv na výnosnost LBO transakce. Se zvýšením podílu dluhu na kupní ceně IRR sice roste, ale ne tak velkým tempem, že by to mohlo být rozhodujícím při výběru struktury financování.

Tabulka 32 Analýza citlivosti IRR na finanční struktuře LBO

			% Dluh:						
EBITDA násobek kupní ceny			30,0 %	35,0 %	40,0 %	45,0 %	50,0 %	55,0 %	60,0 %
	23 352	6,0 x	18,9 %	19,7 %	20,5 %	21,4 %	22,4 %	23,5 %	24,8 %
	25 298	6,5 x	16,9 %	17,6 %	18,3 %	19,2 %	20,1 %	21,1 %	22,3 %
	27 244	7,0 x	15,0 %	15,6 %	16,3 %	17,0 %	17,8 %	18,8 %	19,8 %
	29 190	7,5 x	13,2 %	13,7 %	14,3 %	15,0 %	15,7 %	16,5 %	17,4 %
	31 136	8,0 x	11,5 %	12,0 %	12,5 %	13,0 %	13,6 %	14,3 %	15,2 %
	33 082	8,5 x	9,9 %	10,3 %	10,7 %	11,1 %	11,6 %	12,2 %	12,9 %
	35 028	9,0 x	8,4 %	8,7 %	9,0 %	9,3 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %

Zdroj: Vlastní výpočty

3.5.3 Výsledné ocenění cílové společnosti

Cílem LBO modelu je prozkoumat celou zamyšlenou transakci ze všech stran, takže LBO ocenění je vlastně vedlejším výsledkem LBO analýzy, nikoliv primárním cílem. Ocenění cílové společnosti investory postaveno z velké části na požadovaném výnosu celé investice při koupi za určitou cenu. LBO model poskytuje analýzu výnosnosti na základě definovaného finančního plánu firmy, kupní ceny a struktury financování, prodejní ceny a délce investičního horizontu. Obvykle ocenění provedené metodou

LBO je nižší ve srovnání s jinými technikami zejména s metodou DCF. To je z velké části způsobeno omezeními, které vyplývají z charakteristik LBO transakce, včetně vysokého pákového efektu, striktních podmínek úvěrového trhu a vlastních požadavků investorů na velikost IRR. Navíc strategičtí kupci jsou zpravidla schopni realizovat synergie z akvizice cílové společnosti, čímž zvyšují atraktivitu celé operace a nabízejí tím pádem vyšší kupní cenu.

Hodnota podniku, která splňuje podmínky kladené investory, je implicitně odvozena z tabulky analýzy citlivosti. Jelikož jsme zadali jako vstup kupní cenu, která byla výsledkem dříve provedeného DCF entity ocenění, spočítali jsme pouze míru IRR, která odpovídá této hodnotě pro definované podmínky transakce. Tím pádem implicitním odvozením měli bychom dostat stejnou hodnotu firmy. V praxi ale investoři už na začátku mají nějakou minimální požadovanou míru výnosnosti a na její základě odvozují přijatelnou (maximální) kupní cenu (hodnotu), za kterou by ještě byli ochotní do procesu akvizice vstoupit. Dejme tomu, že investoři z PE fondu požadují minimálně 20 % IRR. Nastavíme parametry tabulky s citlivostní analýzou tak, aby hodnoty pro stejné EBITDA násobky při koupě a prodeji, které leží na uhlopříčce, odpovídaly požadované výnosnosti.

Tabulka 33 LBO ocenění

			EBITDA násobek při exitu:						
			4,0 x	4,2 x	4,4 x	4,6 x	4,8 x	5,0 x	5,2 x
EBITDA násobek kupní ceny	15 568	4,0 x	21,3 %	22,2 %	23,0 %	23,8 %	24,6 %	25,3 %	26,1 %
	16 346	4,2 x	20,0 %	20,9 %	21,7 %	22,5 %	23,3 %	24,0 %	24,8 %
	17 125	4,4 x	18,8 %	19,6 %	20,4 %	21,2 %	22,0 %	22,8 %	23,5 %
	17 903	4,6 x	17,5 %	18,4 %	19,2 %	20,0 %	20,8 %	21,6 %	22,3 %
	18 682	4,8 x	16,3 %	17,2 %	18,0 %	18,9 %	19,6 %	20,4 %	21,2 %
	19 460	5,0 x	15,2 %	16,0 %	16,9 %	17,7 %	18,5 %	19,3 %	20,0 %
	20 238	5,2 x	14,0 %	14,9 %	15,7 %	16,6 %	17,4 %	18,1 %	18,9 %

Zdroj: Vlastní výpočty

Jak je vidět z tabulky, hodnota podniku odpovídající návratnosti investovaného kapitálu ve výši 20 % se rovná EBITDA násobku 4,4-4,8x, což odpovídá brutto hodnotě 17 125 až 18 682 tisíc eur. Je to podstatně méně než standalone hodnota v DCF ocenění (26 190 tisíc eur). Na druhou stranu ale lze konstatovat, že citlivost IRR na změnách násobku není nijak dramatická, a investoři určitě mají prostor k vyjednávání ceny, pokud jsou ochotní udělat drobné ústupky ve svých požadavcích.

ZÁVĚR

Cíle stanovené v úvodní části této diplomové práce podle mého názoru byly splněny. Na základě analýzy PE odvětví a jednotlivých charakteristik LBO transakce je vytvořen plnohodnotný model v programu Excel, který umožňuje komplexní analýzu standardní akvizice typu Leveraged buyout.

Nejdřív v teoretické části byl uveden obecný pohled na private equity odvětví jako celku. Private equity fondy během posledních 20-30 let, a především v letech před globální finanční krizí, zažily bouřlivý vývoj a z málo komu známých subjektů finančního trhu se staly velmi populární a atraktivní cestou investování obrovských finančních prostředků u institucionálních investorů. V době levných peněz, kdy méně riziková finanční aktiva mají občas i záporný výnos pro investory, private equity je pořád schopné přinášet relativně vysoké zisky. Od doby, kdy private equity bylo spojováno hlavně s nepřátelskými převzetí a bankroty kupovaných společností, uplynulo hodně času. Teď, kdy regulace již nedovoluje provádět ve velkém takové nekalé praktiky, z private equity fondů se naopak stává svérázný katalyzátor ekonomického růstu a prospěchu. Vysoké požadavky na návratnost investovaných prostředků ze strany limited partnerů tlačí správce fondů k tomu, aby hledali pro své portfoliové společnosti co nejlepší strategické a provozní řešení. Některé fondy jsou zaměřeny na konsolidaci fragmentovaných odvětví, což snižuje celkové náklady odvětví a tím zvyšuje celkový užitek společnosti.

Po finanční krizi logicky došlo k útlumu aktivity v PE fondech, ale poslední statistiky ukazují, že v posledních letech již dochází k postupnému zotavení. Právě krize byla tím faktorem, který donutil většinu fondů přehodnotit své strategie a přiklonit se k hledání hodnoty v provozních zlepšeních, nikoliv primárně ve využití finanční páky, jak to bylo na začátku historie private equity fondů.

I přes velké změny ve filozofii PE fondů během posledních pár desetiletí, podstata a princip LBO transakce zůstaly skoro stejné. Je to pořád jeden z nejběžnějších způsobů akvizice cílových společností, které je založen na optimální kombinaci vlastních zdrojů investora a dluhového financování. „Ideální“ kandidát pro LBO by měl mít jasně definovanou obchodní strategii, stabilní tržby a ziskovou marži, solidní

majetkovou základnu a dobrý a zkušený manažerský tým. To všechno by mělo zajistit pravidelný tok peněžních prostředků z hlavního provozu, který zajistí budoucí splátky dluhů a úroků, které jsou v LBO poměrně vysoké. Agresivní kapitálová struktura klade vysoké požadavky na vedení cílových společností, protože i relativně malý pokles zisku může vést k finančním potížím.

Nejlepší a zároveň nejběžnější variantou exitu z LBO vždy byl prodej firmy strategickému investorovi. Tento způsob exitu zajišťuje nejvyšší možné zhodnocení investovaných peněz, a navíc na rozdíl třeba od IPO vede k okamžitému návratu vložených prostředků. Ze statistik je vidět, že tento typ exitu dominuje jak na globálním, tak i na českém trhu.

V praktické části práce byly uvedeny jednotlivé kroky pro budování plnohodnotného LBO modelu. Po důkladné a hloubkové analýze účetní závěrky cílové společnosti POS Media Group, byl vytvořen kompletní finanční plán na příštích 5 let. Mezikrokem pro LBO model bylo ocenění zkoumané firmy metodou DCF entity. Vytvořený DCF model je samostatným modulem v Excelu a může být vedením společnosti použit v budoucnosti jako východisko při určení hodnoty firmy.

Po zkompletování celého LBO modelu byla provedena důkladná analýza jednotlivých parametrů celé transakce. Nejvíce PE analytika zajímá, jakého výnosu dosáhne při různých hodnotách kupní a prodejní ceny a při zamyšlené finanční struktuře transakce. Z modelu vyšlo, že v daných tržních podmínkách a s danými plánovanými provozními veličinami, PE investor je schopen dosáhnout docela slušných výnosů. Základní provozní scénář vývoje v hospodaření podniku dává na výstupu IRR ve výši 15,7 %, což je v současnosti přijatelný výnos.

I když během finančního plánování provozní předpoklady optimistického a pesimistického scénáře se nezdály jako příliš agresivní (byly jen o něco málo lepší nebo horší než v základním scénáři), změna scénáře v modelu měla nejvyšší dopad na výsledek LBO. Z toho lze udělat závěr, že úspěšnost LBO transakce je nejvíce závislá právě na provozních výsledcích cílové společnosti. Překvapivě změna úrovně finanční páky nemá velký dopad na míru výnosnosti IRR, jak by se mohlo zdát. To jde proti názoru hodně skeptiků LBO transakcí, že bez velké finanční páky by celý koncept LBO neměl smysl. Určitě zapojení dluhu má vliv na výnosnost, a možná to dokonce

bylo hlavním důvodem tak bouřlivého vývoje tohoto typu transakcí hned po jeho vzniku. Nicméně výsledky modelu říkají o opak, a svědčí v neprospěch myšlenky, že čím více dluhu je v LBO, tím jsou lepší výsledky. Zapojení dodatečného dluhu již nepřináší tak velký přírůstek ve výnosnosti, ale o hodně zvyšuje rizikovost investice.

Posledním krokem bylo srovnání výsledku LBO a DCF modelů. Pochopitelně základní scénář LBO s 15,7 % IRR nám dává stejnou hodnotu společnosti jako v DCF. Je to z toho důvodu, že jako vstup byla zadána hodnota firmy právě z DCF modelu. My ale chceme tržní hodnotu z DCF modelu porovnat s investiční hodnotu cílové společnosti v LBO modelu s určeným předem IRR. Pokud vezmeme za minimální požadovanou výnosnost v LBO 20 %, dostaneme výslednou hodnotu firmy podstatně nižší než v DCF. Je to dáno vysokými požadavky PE investorů, které proto pochopitelně hledají na trhu spíš podhodnocené firmy, které mohou během investičního horizontu přivést k lepším výsledkům a tím podstatně zvýšit jejich hodnotu.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

Knižní zdroje

Damodaran, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2012. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-01152-2.

Demaria, C. *Introduction to private equity*. Chichester, West Sussex, U.K.: Wiley, 2010. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-74596-0.

Grünwald, R., Holečková, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-26-2.

Leleux, B., Swaay, H. a Megally, E. *Private equity 4.0: reinventing value creation*. Padstow, Cornwall, U.K.: John Wiley & Sons, 2015. Wiley Finance Series. ISBN 978-1-118-93973-4.

Martinez, M. a kol. *Vault career guide to private equity*. New York: Vault.com, 2008. ISBN 978-1-581-31547-9.

Mařík, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

Mařík, M. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.

Pignataro, P. *Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2014. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-67454-3.

Pignataro, P. *Financial modeling and valuation: a practical guide to investment banking and private equity*. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-55876-8.

Rosenbaum, J. a Pearl J. *Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions*. Second edition. Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, 2013. ISBN 978-1-118-65621-1.

Elektronické zdroje

Akviziční úvěr: Jak se financují fúze a akvizice v době levných peněz? In: *Investiční web* [online]. [Cit. 2017-08-21]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/akvizicni-uver-jak-se-financuji-fuze-a-akvizice-v-dobe-levnych-penez/>

Aust, O. Do POS Media vstupuje fond Genesis, získal 47 %. In: *Médiář.cz* [online]. 15. 03. 2017 [Cit. 2017-08-08]. Dostupné z: <http://www.mediar.cz/do-pos-media-vstupuje-fond-genesis-ziskal-47-pct/>

CVCA Private Equity Report 2015-2016. In: *Czech Private Equity and Venture Capital Association* [online]. June 2017 [Cit. 2017-07-05]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/114-file-File-CVCA_Private_Equity_Report.pdf

DeChesare, B. Leveraged Buyout (LBO) Model Overview. In: *Breaking Into Wall Street* [online]. [Cit. 2017-07-16]. Dostupné z: <https://breakingintowallstreet.com/biws/demonstration-portal-files/Financial-Modeling-Fundamental3/BIWS-LBO-Quick-Reference.pdf>

Deloitte. Corporate tax rates 2017 [online]. [Cit. 2017-08-11]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-corporate-tax-rates.pdf>

Development Bank of Japan. LBOs / MBOs [online]. [Cit. 2017-07-25]. Dostupné z: http://www.dbj.jp/en/service/invest/lbo_mbo/index.html

Genesis Capital. Fond Genesis vstupuje do další nové oblasti, kupuje podíl v POS Media Group [online]. 15. marca 2017 [Cit. 2017-08-08]. Dostupné z: <https://www.genesis.cz/aktuality-media-sk/fond-genesis-vstupuje-do-dalsi-nove-oblasti-kupuje-podil-v-pos-media-group>

Genesis Capital. Představení společnosti [online]. [Cit. 2017-08-08]. Dostupné z: <https://www.genesis.cz/o-nas>

Global Private Equity Report 2017. Bain & Company [online]. 2017 [Cit. 2017-06-15]. Dostupné z: <http://www.bain.com/publications/articles/global-private-equity-report-2017.aspx>

Hanzl, R. Private Equity in Czech Republic and Central European Region. In: *Czech Private Equity and Venture Capital Association* [online]. 20th October 2016 [Cit. 2017-07-05]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/93-file-File-Genesis_Capital_Presentation_-_CVCA_-_2016-10-20_FINAL.pdf

Matoušek, Jan. Jak fungují fondy typu Private Equity a Venture Capital? In: *Měšec.cz* [online]. 2012 [Cit. 2017-06-15]. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/jak-funguji-fondy-typu-private-equity-a-venture-capital/>

Míkula, O. Komanditní společnost jako forma investičního fondu. In: *PrávníProstor.cz* [online]. 19.05.2014 [Cit. 2017-06-21]. Dostupné z: <https://www.pravniprostor.cz/clanky/obchodni-pravo/komanditni-spolecnost-jako-forma-investicniho-fondu>

Neveselý, D. a Karásková, K. Nová úprava kolektivního investování. In: *ePrávo.cz* [online]. 12. 12. 2013 [Cit. 2017-06-21]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/nova-uprava-kolektivniho-investovani-93176.html>

Novák, T. Zadlužené akviziční struktury (Leveraged Buyout – LBO). In: *Právní rádce* [online]. 27. 6. 2007 [Cit. 2017-07-25]. Dostupné z: <https://pravniradce.ihned.cz/c1-21466980-zadluzene-akvizicni-struktury-leveraged-buyout-lbo>

Šimoníková, P. Opční programy pro zaměstnance část I. In: *ePrávo.cz* [online]. 10. 2. 2015 [Cit. 2017-08-11]. Dostupné z: <https://www.epravo.cz/top/clanky/opcni-programy-pro-zamestnance-cast-i-96898.html>

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Fundraising v Private Equity (podle typu fondu)	5
Obrázek 2 Celková hodnota a počet buyoutů ve světě	6
Obrázek 3 Počet, průměrná velikost a celkový fundraising PE fondů v letech 2005-2009.....	6
Obrázek 4 Největší private equity obchody v historii (v miliardách USD)	7
Obrázek 5 Typická struktura PE fondu	9
Obrázek 6 Fáze životního cyklu PE fondu.....	10
Obrázek 7 Třídění fondů podle investiční strategie	11
Obrázek 8 Peněžní toky v private equity.....	15
Obrázek 9 Rozdělení velikosti management fees v buyout fondech	15
Obrázek 10 Rozdělení velikosti hurdle rate v PE fondech	16
Obrázek 11 Investoři v PE fondech	18
Obrázek 12 Geografické rozdělení 100 největších investorů v PE fondech	18
Obrázek 13 Top 20 největších investorů v PE fondech	19
Obrázek 14 Top 20 největších private equity firem	20
Obrázek 15 Geografické rozdělení 100 největších private equity firem.....	21
Obrázek 16 Aktivita českého PE trhu – Investice	22
Obrázek 17 Aktivita českého PE trhu – Exity.....	22
Obrázek 18 Tvorba hodnoty v LBO – splacení dluhu, příklad	26
Obrázek 19 Tvorba hodnoty v LBO – provozní zlepšení, příklad.....	27
Obrázek 20 Tvorba hodnoty v LBO – komplexní působení faktorů, příklad	28
Obrázek 21 Finanční páka – příklad s nižším podílem dluhu	29
Obrázek 22 Finanční páka – příklad s vyšším podílem dluhu.....	30
Obrázek 23 Odhady value driverů LBO v roce 2008 podle studie BCG.....	31
Obrázek 24 Hodnota IPO a následného prodeje akcií u LBO exitů	34
Obrázek 25 Statistika exitů z LBO v Evropě v roce 2012	35
Obrázek 26 Globální statistika exitů podle typu	36
Obrázek 27 Statistika exitů na českém PE trhu.....	36
Obrázek 28 Hlavní zdroje financování LBO	40
Obrázek 29 Rozložení průměrné kupní ceny v LBO podle zdrojů financování	41
Obrázek 30 Procentuální podíl jednotlivých složek finanční struktury LBO	42
Obrázek 31 Celková hodnota a počet buyoutů ve světě	42
Obrázek 32 Schéma LBO - vytvoření SPV	45

Obrázek 33 Schéma LBO – koupě cílové společnosti	45
Obrázek 34 Schéma LBO - fúze SPV s cílovou společností	46
Obrázek 35 Vlastnická struktura společnosti POS Media Group	48

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Prognóza tržeb.....	57
Tabulka 2 Vývoj provozních nákladů podniku.....	57
Tabulka 3 Vývoj hrubé, provozní a čisté ziskové marže	58
Tabulka 4 Prognóza hrubé marže	58
Tabulka 5 Doba obratu obchodních pohledávek a závazků.....	61
Tabulka 6 Prognóza ostatních složek pracovního kapitálu	62
Tabulka 7 Prognóza ostatních složek pracovního kapitálu (pokračování)	62
Tabulka 8 Složení dlouhodobého majetku společnosti	63
Tabulka 9 Prognóza investic do dlouhodobého majetku.....	64
Tabulka 10 Plán výsledovky	67
Tabulka 11 Splátkový kalendář stávajícího bankovního úvěru	68
Tabulka 12 Plán vývoje cizího kapitálu.....	68
Tabulka 13 Plán aktivní strany rozvahy.....	69
Tabulka 14 Plán pasivní strany rozvahy	70
Tabulka 15 Plán výkazu cash flow	71
Tabulka 16 Výpočet FCFF v modelu DCF.....	73
Tabulka 17 Výpočet nezadlužené beta	76
Tabulka 18 Výpočet rizikové přírážky země	77
Tabulka 19 Výpočet nákladů vlastního kapitálu.....	77
Tabulka 20 Výpočet WACC.....	78
Tabulka 21 Výsledek DCF ocenění pro různé scénáře.....	81
Tabulka 22 Parametry dluhových instrumentů v modelovaném LBO	83
Tabulka 23 Zdroje a užití LBO.....	86
Tabulka 24 Splátkový kalendář dluhu v LBO	88
Tabulka 25 Finální výsledek LBO modelu.....	89
Tabulka 26 Analýza citlivosti IRR na změny EBITDA násobků při koupě a prodeji cílu (základní scénář).....	91
Tabulka 27 Analýza citlivosti IRR na změny EBITDA násobků (optimistický scénář).....	91

Tabulka 28 Analýza citlivosti IRR na změny EBITDA násobků (pesimistický scénář).....	92
Tabulka 29 Analýza citlivosti IRR na délce investičního horizontu	93
Tabulka 30 Vývoj vlastního kapitálu a cash návratnosti při exitu v jednotlivých letech	93
Tabulka 31 Ukazatele zadluženosti podniku v podmínkách LBO transakce	94
Tabulka 32 Analýza citlivosti IRR na finanční strukturu LBO	94
Tabulka 33 LBO ocenění.....	95

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1 Upravená výsledovka POS Media Group, 2013-2016	105
Příloha 2 Upravená rozvaha POS Media Group, 2013-2016	106
Příloha 3 Upravený výkaz cash flow POS Media Group, 2013-2016	107
Příloha 4 Zahajovací (pro-forma) rozvaha v LBO transakci	108
Příloha 5 Základní scénář – provozní předpoklady	109
Příloha 6 Optimistický scénář – provozní předpoklady	109
Příloha 7 Pesimistický scénář – provozní předpoklady	109

PŘÍLOHY

Příloha 1 Upravená výsledovka POS Media Group, 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
Tržby z prodeje služeb	18 173	16 254	20 729	28 946
Výkonová spotřeba	11 115	10 551	13 609	17 677
Hrubý zisk	7 058	5 703	7 120	11 269
<i>Hrubá marže</i>	<i>38,8 %</i>	<i>35,1 %</i>	<i>34,3 %</i>	<i>38,9 %</i>
Cestovní náklady, nájem a jiné poplatky	1 666	1 736	1 865	1 924
Osobní náklady	4 566	4 177	4 255	5 502
Odpisy nehmotného a hmotného majetku	363	298	335	331
Opravné položky k pohledávkám	16	26	94	(97)
Ostatní provozní výnosy	56	51	127	69
Ostatní provozní náklady	76	89	160	117
Celkové provozní náklady	6 631	6 275	6 582	7 708
Odpisy of PP&E:	304	\$247	\$244	\$228
Amortization of Intangibles:	63	\$54	\$91	\$103
Stock-Based Compensation:	0	0	76	172
Provozní výsledek hospodaření	427	(572)	462	3 389
<i>Provozní zisková marže</i>	<i>2,3 %</i>	<i>-3,5 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>11,7 %</i>
Výnosové úroky	9	1	1	1
Nákladové úroky	(62)	(74)	(80)	(96)
Ostatní finanční výnosy a náklady	(256)	(405)	(209)	(104)
Výsledek hospodaření před zdaněním	118	(1 050)	174	3 190
Daň z příjmů	229	98	239	838
Čistý zisk	(111)	(1 148)	(65)	2 352
<i>Zisková marže</i>	<i>-0,6 %</i>	<i>-7,1 %</i>	<i>-0,3 %</i>	<i>8,1 %</i>
EBIT:	427	(572)	538	3 561
EBITDA:	790	(274)	873	3 892

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní úprava

Příloha 2 Upravená rozvaha POS Media Group, 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
Peníze	1 481	1 294	1 340	1 499
Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky	565	378	293	424
Pohledávky z obchodního styku	5 025	4 771	6 278	9 726
Odložená daňová pohledávka	69	60	148	131
Časové rozlišení aktivní	35	213	220	14
Krátkodobé daňové pohledávky	140	141	55	6
Oběžná aktiva	7 315	6 857	8 334	11 800
Dlouhodobý hmotný majetek	561	510	450	502
Goodwill	1 179	1 110	1 109	1 131
Dlouhodobý nehmotný majetek	102	212	211	154
Dlouhodobý majetek	1 842	1 832	1 770	1 787
Aktiva celkem	9 157	8 689	10 104	13 587
Závazky z obchodního styku	2527	2723	3186	3451
Krátkodobé úvěry	122	1293	1413	1717
Splatné dividendy	800	800	800	0
Krátkodobé rezervy	6	27	218	133
Splatné daňové závazky	52	3	115	121
Odložený daňový závazek	2	9	6	7
Časové rozlišení pasivní a jiné závazky	898	967	1408	2028
Celkové krátkodobé závazky	4407	5822	7146	7457
Dlouhodobé úvěry	1906	1280	1268	1793
Dlouhodobé rezervy	24	0	163	9
Celkové dlouhodobé závazky	1930	1280	1431	1802
Cizí zdroje	6337	7102	8577	9259
Základní kapitál	250	250	250	250
Ážio	597	714	726	715
Vlastní obchodní podíly	-24	-24	-24	-22
Nerozdělený výsledek hospodaření	2569	1302	1304	3840
Fond z přepočtu cizí měny	-572	-655	-730	-455
Vlastní kapitál	2820	1587	1526	4328
Pasiva celkem	9157	8689	10103	13587

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní úprava

Příloha 3 Upravený výkaz cash flow POS Media Group, 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
Čistý zisk	(111)	(1 148)	(65)	2 352
Odpisy	363	298	335	331
Share-based compensation	0	0	76	172
Ztráta z prodeje aktiv	1	15	4	0
Investice do pracovního kapitálu	(556)			
Pohledávky z obchodního styku		254	(1 507)	(3 448)
Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky		187	85	(131)
Časové rozlišení aktivní		(178)	(7)	206
Závazky z obchodního styku		196	463	265
Časové rozlišení pasivní a jiné závazky		69	441	620
Rezervy		(3)	354	(239)
Daňové závazky a pohledávky		(34)	107	73
Investice do pracovního kapitálu celkem	(556)	491	(64)	(2 654)
Sladění provozních peněžních toků	48	(16)	44	259
Provozní cash flow celkem	(255)	(360)	330	460
Investiční cash flow				
Kapitálové výdaje	(275)	(408)	(287)	(235)
Ostatní investiční výdaje	2	0	0	0
Investiční cash flow celkem	(273)	(408)	(287)	(235)
Cash flow z financování				
Emise obchodních podílů	0	0	0	2
Pořízení nových úvěrů	320	600	0	800
Splacení úvěrů	(20)	(9)	0	0
Splacení dividend	0	0	0	(800)
Leasingové splátky	(58)	(86)	(46)	(46)
Odkoupení menšinového podílu v pobočce	(2)	0	0	0
Cash flow z financování celkem	240	505	(46)	(44)
Zvýšení / snížení peněžních prostředků	(288)	(263)	(3)	181
Vliv přepočtu do cizích měn	(13)	76	(30)	57
Celkový peněžní tok	(301)	(187)	(33)	238
Bankovní overdraft	0	0	79	(79)
Peníze	1 481	1 294	1 340	1 499

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní úprava

Příloha 4 Zahajovací (pro-forma) rozvaha v LBO transakci

	Před LBO	+	-	Po LBO
Peníze	1 499	0	99	1 400
Poskytnuté zálohy a jiné pohledávky	424	0	0	424
Pohledávky z obchodního styku	9 726	0	0	9 726
Odložená daňová pohledávka	131	0	0	131
Časové rozlišení aktivní	14	0	0	14
Krátkodobé daňové pohledávky	6	0	0	6
Oběžná aktiva	11 800			11 701
Dlouhodobý hmotný majetek	502	0	0	502
Goodwill	1 131	23 928	1 131	23 928
Kapitalizované poplatky za sjednání úvěrů	0	31	0	31
Dlouhodobý nehmotný majetek	154	0	0	154
Dlouhodobý majetek	1 787			24 615
Aktiva celkem	13 587			36 316
Revolver	0	0	0	0
Závazky z obchodního styku	3 451	0	0	3 451
Stávající krátkodobé úvěry	1 717	1 717	0	0
Splatné dividendy	0	0	0	0
Krátkodobé rezervy	133	0	0	133
Splatné daňové závazky	121	0	0	121
Odložený daňový závazek	7	0	0	7
Časové rozlišení pasivní a jiné závazky	2 028	0	0	2 028
Krátkodobé závazky	7 457			5 740
Stávající dlouhodobé úvěry	1 793	1 793	0	0
Bankovní úvěr A:	0	0	6 781	6 781
Bankovní úvěr B:	0	0	5 425	5 425
Podřízený dluh:	0	0	678	678
PIK půjčka:	0	0	678	678
Dlouhodobé rezervy	9	0	0	9
Dlouhodobé závazky	1 802			13 572
Cizí zdroje celkem	9 259			19 312
Základní kapitál	250	250	17 019	17 019
Ážio	715	715	0	0
Vlastní obchodní podíly	-22	-22	0	0
Nerozdělený výsledek hospodaření	3 840	3 855	0	-15
Fond z přepočtu cizí měny	-455	-455	0	0
Vlastní kapitál	4 328			17 005
Pasiva celkem	13 587			36 316

Zdroj: Vlastní výpočty

Příloha 5 Základní scénář – provozní předpoklady

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje služeb	18 173	16 254	20 729	28 946	33 288	36 617	39 180	41 139	42 373
<i>Míra růstu, %</i>		-10,6 %	27,5 %	39,6 %	15,0 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %	3,0 %
Výkonová spotřeba	11 115	10 551	13 609	17 677	20 971	23 069	24 683	25 917	26 695
<i>% Tržby</i>	61,2 %	64,9 %	65,7 %	61,1 %	63,0 %	63,0 %	63,0 %	63,0 %	63,0 %
Hrubý zisk	7 058	5 703	7 120	11 269	12 317	13 548	14 497	15 221	15 678
<i>% Tržby</i>	38,8 %	35,1 %	34,3 %	38,9 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %	37,0 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Příloha 6 Optimistický scénář – provozní předpoklady

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje služeb	18 173	16 254	20 729	28 946	36 183	41 610	45 771	48 975	51 424
<i>Míra růstu, %</i>		-10,6 %	27,5 %	39,6 %	25,0 %	15,0 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %
Výkonová spotřeba	11 115	10 551	13 609	17 677	22 071	25 382	27 920	29 875	31 368
<i>% Tržby</i>	61,2 %	64,9 %	65,7 %	61,1 %	61,0 %	61,0 %	61,0 %	61,0 %	61,0 %
Hrubý zisk	7 058	5 703	7 120	11 269	14 111	16 228	17 851	19 100	20 055
<i>% Tržby</i>	38,8 %	35,1 %	34,3 %	38,9 %	39,0 %	39,0 %	39,0 %	39,0 %	39,0 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty

Příloha 7 Pesimistický scénář – provozní předpoklady

	Historický vývoj				Prognóza				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby z prodeje služeb	18 173	16 254	20 729	28 946	31 841	34 069	35 432	36 495	37 225
<i>Míra růstu, %</i>		-10,6 %	27,5 %	39,6 %	10,0 %	7,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %
Výkonová spotřeba	11 115	10 551	13 609	17 677	20 696	22 145	23 031	23 722	24 196
<i>% Tržby</i>	61,2 %	64,9 %	65,7 %	61,1 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Hrubý zisk	7 058	5 703	7 120	11 269	11 144	11 924	12 401	12 773	13 029
<i>% Tržby</i>	38,8 %	35,1 %	34,3 %	38,9 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %

Zdroj: Účetní závěrka, vlastní výpočty