

Projekt stanovení hodnoty podniku XY, a.s. využitím vybraných výnosových metod oceňování

Bc. Monika Jančovičová

Diplomová práce
2015

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2014/2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Monika Jančovičová**
Osobní číslo: **M13312**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku XY, a.s. využitím
výbraných výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Proveďte kritickou literární rešerši problematiky stanovení hodnoty podniku.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnějších podmínek a hospodaření podniku XY, a.s. s použitím metod a nástrojů strategické a finanční analýzy.
- Na základě předchozí analýzy vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Pomocí výbraných výnosových metod stanovte hodnotu podniku XY, a.s.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, 2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Eva Kramná**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **16. února 2015**
Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2015**

Ve Zlíně dne 16. února 2015


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byla jsem seznámena s tím, že na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

- že jsem na diplomové práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
- že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cieľom diplomovej práce je spracovať projekt stanovenia hodnoty spoločnosti XY, a.s. pomocou vybraných výnosových metód oceňovania, ako je metóda diskontovaných peňažných tokov, ekonomickej pridanej hodnoty alebo kapitalizovaných čistých výnosov.

Teoretická časť obsahuje literárnu rešerš problematiky oceňovania podniku. Analytická časť sa skladá zo strategickej analýzy a finančnej analýzy za obdobie 2009 až 2013. Projektová časť spočíva v zostavení finančného plánu a stanovení hodnoty podniku syntézou výsledkov jednotlivých výnosových metód. V závere práce je uvedená citlivostná analýza hodnoty podniku na diskontnej sadzbe a tempe rastu.

Kľúčové slova: hodnota podniku, oceňovanie, strategická analýza, finančná analýza, strategický finančný plán, výnosové metódy oceňovania

ABSTRACT

The goal of this diploma thesis is to work out the project of determining the value of the company XY a.s. using yield valuation methods, such as discounted cash flow, economic value added and capitalized net income method.

The theoretical part contains the search of literature focused on company valuation. The analytical part consists of the strategic analysis and presents the results of the financial analysis for the years 2009 to 2013. The project part includes the preparing a long-term financial plan and determining the value of the company by the synthesis of the results of chosen yield valuation methods. In conclusion of the work, sensitivity analysis is presented.

Keywords: Value of Company, Valuation, Strategic Analysis, Financial Analysis, Strategic Financial Plan, Yield Valuation Methods

Chcela by som poďakovať pani Ing. Eve Kramnej, Ph.D. za cenné pripomienky a rady pri vedení tejto práce, ako aj za ochotný a ústretový prístup. Ďakujem tiež spoločnosti XY, a.s. za poskytnutie podkladov potrebných pre spracovanie tejto diplomovej práce. Na záver ešte ďakujem svojej rodine za psychickú a finančnú podporu.

OBSAH

ÚVOD.....	10
CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE.....	11
I TEORETICKÁ ČASŤ.....	12
1 ZÁKLADY PRE OCEŇOVANIE PODNIKU.....	13
1.1 PODNIK AKO PREDMET OCENENIA	13
1.2 ÚČEL OCEŇOVANIA PODNIKU	13
1.3 HODNOTA PODNIKU.....	14
1.4 KATEGÓRIE HODNOTY	15
1.4.1 Tržná hodnota.....	15
1.4.2 Subjektívna (investičná) hodnota	16
1.4.3 Objektivizovaná hodnota	16
1.4.4 Funkcionálna hodnota	17
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	18
2.1 FAKTOR ČASU.....	18
2.2 FAKTOR RIZIKA	18
2.2.1 Klasifikácia rizika	19
2.3 DISKONTNÁ MIERA.....	20
2.3.1 Kategórie hodnoty a diskontná miera	20
3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU.....	21
3.1 ZBER VSTUPNÝCH DÁT	21
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	21
3.2.1 Postup strategickej analýzy	22
3.3 FINANČNÁ ANALÝZA	23
3.3.1 Metódy a postupy finančnej analýzy.....	23
3.4 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ	24
3.4.1 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia	24
3.5 ANALÝZA A PROGNOZA GENERÁTOROV HODNOTY.....	25
3.6 ZOSTAVENIE FINANČNÉHO PLÁNU	26
3.7 VÝBER VHODNEJ METÓDY PRE OCENENIE.....	27
4 VÝNOSOVÉ METÓDY OCEŇOVANIA.....	29
4.1 METÓDA DISKONTOVANÝCH PEŇAŽNÝCH TOKOV	29
4.1.1 Metóda DCF entity.....	30
4.1.2 Metóda DCF equity	31
4.2 METÓDA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSOV	32
4.2.1 Postup pri metóde kapitalizovaných čistých výnosov	32
4.3 METÓDA ZALOŽENÁ NA KONCEPCIÍ EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTY	35
4.3.1 Základný vzorec pre oceňovanie metódou EVA	35
5 SÚHRNNÉ OCENENIE PODNIKU	37
5.1 DISKONTY A PRÉMIE PRI OCEŇOVANÍ	37
5.1.1 Delenie diskontov a prémie	37

5.2	CITLIVOSTNÁ ANALÝZA	38
II	PRAKTICKÁ ČASŤ	39
6	CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI XY, A.S.	40
6.1	PONUKA XY, A.S.	40
6.2	PERSONÁLNA POLITIKA	41
7	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	42
7.1	ANALÝZA VONKAJŠIEHO POTENCIÁLU SPOLOČNOSTI XY, A.S.	42
7.1.1	PEST analýza	42
7.1.2	Vymedzenie relevantného trhu	44
7.1.3	Analýza atraktivity trhu.....	45
7.1.4	Prognóza vývoja trhu	47
7.2	ANALÝZA KONKURENČNEJ SILY PODNIKU A JEHO VNÚTORNÉHO POTENCIÁLU.....	48
7.2.1	Stanovenie tržného podielu oceňovaného podniku.....	48
7.2.2	Identifikácia hlavných konkurentov.....	49
7.2.3	Analýza vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily oceňovaného podniku.....	50
7.3	PERSPEKTÍVNOSŤ PODNIKU A PROGNOZA TRŽIEB	53
8	FINANČNÁ ANALÝZA PODNIKU XY, A.S.	55
8.1	ANALÝZA ABSOLÚTNYCH UKAZOVATELOV	55
8.1.1	Analýza majetkovej štruktúry	55
8.1.2	Analýza finančnej štruktúry	56
8.1.3	Analýzy výnosov.....	58
8.1.4	Analýza nákladov	59
8.1.5	Analýza peňažných tokov	61
8.2	ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZOVATELOV	62
8.2.1	Analýza likvidity	62
8.2.2	Analýza zadlženosti	62
8.2.3	Analýza rentability	63
8.2.4	Analýza aktivity	64
8.3	SÚHRNNÉ UKAZOVATELE	64
8.3.1	Z-skóre	64
8.3.2	Index IN05	65
8.4	ZHRNUTIE FINANČNEJ SITUÁCIE PODNIKU XY A.S.	65
9	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ.....	66
10	ANALÝZA A PROGNOZA GENERÁTOROV HODNOTY.....	67
10.1	TRŽBY	67
10.2	ZISKOVÁ MARŽA	67
10.3	PRACOVNÝ KAPITÁL.....	68
10.4	DLHODOBÝ MAJETOK	69
11	STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN PODNIKU XY, A.S.	71
11.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A STRATY	71
11.2	PLÁN ROZVAHY	72
11.2.1	Plán aktív.....	72

11.2.2	Plán pasív	73
11.3	PLÁN PEŇAŽNÝCH TOKOV	74
12	OCENENIE PODNIKU XY, A.S. VÝNOSOVÝMI METÓDAMI	75
12.1	STANOVENIE DISKONTNEJ MIERY	75
12.1.1	Náklady na vlastný kapitál	75
12.1.2	Náklady na cudzí kapitál	78
12.1.3	Stanovenie vážených priemerných nákladov kapitálu WACC	78
12.2	OCENENIE METÓDOU DCF ENTITY (FCFF)	78
12.3	OCENENIE METÓDOU DCF EQUITY (FCFE).....	80
12.4	OCENENIE METÓDOU EVA.....	81
12.5	OCENENIE METÓDOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSOV	82
12.6	SÚHRNNÉ OCENENIE	84
12.7	CITLIVOSTNÁ ANALÝZA	84
	ZÁVER	86
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY.....	88
	ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK.....	91
	ZOZNAM OBRÁZKOV	92
	ZOZNAM TABULIEK	93
	ZOZNAM PRÍLOH.....	96

ÚVOD

Problematika oceňovania podniku je veľmi rozsiahla a je celkom náročné jednoznačne stanoviť výslednú hodnotu podniku. Existuje mnoho postupov a metód na to, ako vypočítať hodnotu podniku, v tejto práci sa však budeme venovať najmä výnosovým metódam oceňovania. K najväčším rizikám pri týchto metódach patrí napríklad nedostatok alebo nekvalita vstupných informácií pre spracovanie strategickej a finančnej analýzy, nesprávna prognóza relevantného trhu alebo zlý odhad tempa rastu trhu. Ďalej to môže byť automatické preberanie podnikových plánov od manažmentu spoločností či nesprávne stanovená výška diskontnej sadzby v podobe nákladov na kapitál. Každý oceňovateľ by si mal byť vedomí svojej zodpovednosti za výrok o hodnote podniku, nemal by sa nechať ovplyvniť vedením spoločnosti a mal by využiť všetkých svojich znalostí a skúseností z praxe oceňovateľa k stanoveniu čo najreálnejšej hodnoty podniku.

Moja diplomová práca oceňuje podnik XY a.s. Jedná sa o veľkoobchod s hutníckym a stavebným materiálom, ktorého výkonnosť bola v posledných rokoch veľmi ovplyvnená hospodárskou krízou.

Teoretická časť práce je zameraná na všeobecné poznatky z oblasti oceňovania podniku. Je v nej bližšie charakterizovaná hodnota podniku, jej kategórie, samotný postup pri oceňovaní a potrebné kroky ako strategická a finančná analýza, generátory hodnoty a strategický finančný plán. Tiež predstavuje široké spektrum oceňovacích metód so zameraním na výnosové metódy.

Praktická časť približuje činnosť spoločnosti, jej históriu a personálnu politiku. Strategická analýza hodnotí vonkajšie prostredie spoločnosti ako aj jej vnútorný potenciál, na základe čoho určuje predpokladané tržby podniku v najbližšej budúcnosti. Nasleduje analýza jej hospodárenia v rokoch 2009 až 2013, pomocou použitia absolútnych, rozdielových, pomerových a súhrnných ukazovateľov. Po rozdelení aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné sú plánované generátory hodnoty. Ďalej práca pokračuje namodelovaním strategického finančného plánu pre obdobie 2014 – 2017. Na základe plánu bolo možné na záver vypočítať hodnotu podniku štyrmi výnosovými metódami oceňovania a stanoviť výslednú hodnotu podniku k 1.1. 2014 syntézou výsledkov týchto metód.

CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE

Cieľom mojej diplomovej práce je stanoviť tržnú hodnotu podniku XY, a.s. k 1.1. 2014 pomocou vybraných výnosových metód oceňovania. Ocenenie má pre podnik čisto informatívny charakter.

Teoretická časť práce spočíva z literárnej rešerše oblasti oceňovania podniku. Pre tento účel je využitá odborná literatúra a internetové zdroje.

Pri spracovaní analytickej a projektovej časti práce je využitých viacero postupov a metód. Strategická analýza obsahuje napr. PEST analýzu a vývoj relevantného trhu je určený pomocou štatistických metód ako je korelačná a regresná analýza. Finančná situácia podniku je posúdená analýzou absolútnych, rozdielových, pomerových a súhrnných ukazovateľov. Pre výpočty boli využité správy audítora za jednotlivé roky, obsahujúce tiež účtovné závierky spoločnosti. Strategický finančný plán je zostavený na základe prognózy generátorov hodnoty a iných finančných ukazovateľov, využité sú aj matematické nástroje ako percentuálny pomer a priemer. Následne je podnik ocenený štyrmi výnosovými metódami – metóda diskontovaných peňažných metód entity, metóda diskontovaných peňažných equity, metóda ekonomickej pridanej hodnoty a paušálna metóda kapitalizovaných čistých výnosov. Výsledná hodnota podniku je potom stanovená syntézou výsledkov týchto metód. Na záver je uvedená ešte citlivosť analýza hodnoty podniku na diskontnej miere a tempe rastu.

I. TEORETICKÁ ČASŤ

1 ZÁKLADY PRE OCEŇOVANIE PODNIKU

Na úvod svojej knihy autor Jeffrey Risius (2007, s.1) zdôrazňuje, že podniky a ich vlastníci sa v dnešnej dobe čoraz častejšie ocitajú v situáciách, kedy potrebujú poznať hodnotu podniku alebo hodnotu ich podielu v podniku. Súčasne s tým rastie oceňovací priemysel a potreba jeho presnosti a sofistikovanosti.

Oceňovanie podniku Krabec (2009, s. 30) vo svojej publikácii vymedzuje ako teoretickú a praktickú disciplínu, ktorá vychádza z poznatkov ekonomickej teórie, teórie a praxe podnikových financií a na oceňovacích štandardoch. Pred samotným ocenením je dôležité vedieť, čo vlastne oceňujeme a za akým účelom.

1.1 Podnik ako predmet ocenenia

Autorka Kislingerová (2001, s. 8) pri definícii podniku vychádza z obchodného zákonníka a vymedzuje ho ako komplex hmotného majetku, nehmotného majetku a v neposlednom rade ľudského kapitálu, teda pracovnej sily so svojimi znalosťami a skúsenosťami. Všetky tieto zložky vytvárajú zmysluplný komplex, ktorý umožňuje podniku zabezpečovať svoju činnosť, pre ktorú bol zriadený. Pri oceňovaní podniku treba brať všetky jeho zložky v jednote a celistvosti.

1.2 Účel oceňovania podniku

Oceňovanie podniku je v podmienkach Českej aj Slovenskej republiky problematikou staronovou. Jej potreba sa znovuobjavila v súvislosti s transformáciou ekonomiky a vlastníckych vzťahov. Po viac ako štyridsiatich rokoch bolo opäť potrebné poznať nielen účtovnú hodnotu aktív podniku, ale aj jeho tržnú hodnotu. Tržná hodnota zaujímal najmä investorov, vlastníkov a veriteľov. (Kislingerová 2001, s. 1)

Mařík (2011, s. 35-36) rozlišuje dôvody ocenenia podniku podľa toho, či ocenenie súvisí so zmenou vlastníckych práv alebo nie:

- Ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami:
 - kúpa a predaj podniku na základe zmluvy o predaji podniku
 - nepeňažitý vklad do obchodnej spoločnosti
 - ocenenie v súvislosti s verejným návrhom na kúpu alebo zmenu účastníckych cenných papierov

- ocenenie v súvislosti s právom výkupu účastníckych cenných papierov, tzv. squeeze-out
- ocenenie v súvislosti s povinnou ponukou na prevzatie pri ovládnutí cieľovej spoločnosti
- ocenenie v súvislosti s fúziou
- ocenenie v súvislosti s rozdelením spoločnosti
- Ocenenie nesúvisiace s vlastníckymi zmenami:
 - zmena právnej formy spoločnosti
 - zastavenie obchodného podielu
 - ocenenie v súvislosti s poskytnutím úveru
 - ocenenie v súvislosti so sanáciou podniku

1.3 Hodnota podniku

Účelom ocenenia podniku je stanoviť jeho hodnotu. Podnik sám o sebe nemá žiadnu objektívnu, vecne zdôvodniteľnú, zdokumentovanú a na okolnostiach a podmienkach nezávislú hodnotu. Z toho vyplýva, že neexistuje jediné, všeobecne platné a správne univerzálne ocenenie. (Kislingerová 2001, s. 1)

Ako uvádza Mařík (2011, s. 20) hodnota podniku je daná očakávanými budúcimi príjmami prevedenými na ich súčasnú hodnotu. Z toho teda vyplýva, že hodnotu podniku predstavuje určitá viera v budúcnosť podniku, vyjadrená v peňažných jednotkách.

Podnik je možné oceňovať na rôznych hladinách (Mařík, 2011, s. 16):

- **Hodnota brutto** – hodnota podniku ako celku – podnikateľskej jednotky – entity. Predstavuje hodnotu pre vlastníkov aj veriteľov. Hodnota brutto je v obchodnom zákonníku označená ako obchodný majetok.
- **Hodnota netto** – ocenenie na úrovni vlastníkov podniku. V obchodnom zákonníku je hodnota netto vymedzená pojmom vlastný kapitál, ktorý však v tomto prípade nemusí súhlasiť s jeho účtovným ponímaním.

Ako dodáva Hrdý (2005, s. 9) ekonomická hodnota sa podstatne odlišuje od pojmu cena a náklady:

- cena je aktuálna čiastka vynaložená na získanie určitého aktíva,

- náklady predstavujú pre účely oceňovania v peniazoch vyjadrenú cenu produkčných faktorov ako je pôda, práca, kapitál, manažment atď., nutných pre vytvorenia daného aktíva.

1.4 Kategórie hodnoty

Rozlišujú sa štyri základné kategórie hodnoty, ktoré podľa Maříka (2011, s. 21) vyplývajú z nasledujúcich otázok:

- Koľko je ochotný za podnik zaplatiť bežný záujemca, koľko by sme mohli dostať na trhu? Aké je teda tržné ocenenie?
- Akú má podnik hodnotu z hľadiska konkrétneho kupujúceho?
- Akú hodnotu môžeme považovať za najmenej spornú?

1.4.1 Tržná hodnota

Krabec (2009, s. 118) s odvolaním na Medzinárodné štandardy pre oceňovanie majetku uvádza hlavné atribúty tržnej ceny:

- odhad ceny, ktorá by bola dosiahnuteľná na trhu;
- k určitému dátumu;
- po dohode medzi kupujúcim a predávajúcim;
- ktorí sledujú racionálne ciele;
- nejednajú pod nátlakom;
- po dostatočnom marketingovom spracovaní trhu, ktoré zaistí dostatočnú informovanosť a spolu s tým primeranú konkurenciu;
- bez ohľadu na individuálne vplyvy a okolnosti na strane kupujúceho a predávajúceho.

Oceňovanie majetku založené na tržnej hodnote zodpovedá definícií tržnej hodnoty, je odvodené zo špecifických dát pre dané trhy a opiera sa o metódy a postupy, ktoré odrážajú myšlienkové postupy účastníkov daného trhu. Tržné ocenenie by malo byť využité napr. pri uvádzaní podniku na burzu alebo pri predaji podniku, pokiaľ nie je známy konkrétny kupujúci. (Kramná, 2011, s. 13)

1.4.2 Subjektívna (investičná) hodnota

Investičnú hodnotu Hrdý (2005, s. 10-11) definuje ako hodnotu budúceho prospechu z vlastníctva aktíva pre konkrétneho kupca. Hodnota sa potom môže líšiť podľa rôznych investorov a ich zámerov a očakávaní. Vymedzuje tiež hlavné faktory, ktoré môžu ovplyvniť investičnú hodnotu pre konkrétneho kupujúceho:

- kupujúcim očakávané synergické efekty,
- snaha kupujúceho preniknúť na nový trh,
- individuálne vnímanie rizika,
- daňová pozícia kupujúceho,
- optimizmus či naopak pesimizmus kupujúceho,
- očakávanie budúcej produkčnej sily daného aktíva.

Investičná hodnota by mala byť výsledkom ocenenia najmä pri kúpe alebo predaji podniku v prípade, kedy daný subjekt potrebuje zistiť, či je preňho transakcia výhodná alebo pri rozhodovaní medzi sanáciou a likvidáciou podniku. (Kramná, 2011, s. 14)

1.4.3 Objektivizovaná hodnota

Nakoľko objektívna hodnota podniku teda neexistuje, bol zavedený termín objektivizovaná hodnota podniku. Nemecké oceňovacie štandardy ju definujú ako typizovanú a inými subjektmi preskúmateľnú výnosovú metódu, ktorá je stanovená z pohľadu vlastníka, neobmedzene podliehajúceho daniam. Táto hodnota tiež vychádza z predpokladu, že podnik bude pokračovať v nezmenenom koncepte, pri využití realistických očakávaní v rámci tržných možností, rizík a ďalších vplyvov pôsobiacich na hodnotu podniku. Podľa tejto charakteristiky by mala byť v čo najväčšej miere postavená na všeobecne uznávaných informáciách. Pri stanovení objektivizovanej hodnoty sa vychádza z nasledujúcich zásad (Kramná, 2011, s. 14-15):

- Udržanie substancie – z podniku by malo byť odčerpaných len toľko peňažných prostriedkov, aby nebola porušená majetková substancia.
- Voľný zisk – ocenenie je založené na voľnom zisku, ktorý je možné odčerpať bez toho, aby bola porušená substancia podniku.
- Nepotrebný majetok – výnosové ocenenie zahŕňa iba prevádzkovo nutný majetok.
- Možnosti zmien podniku – uvažuje so zmenami, ktoré sú známe k dátumu ocenenia.

- Metóda – mala by byť jasná a jednoznačná
- Manažment – je predpoklad jeho zotrvania do budúcnosti.
- Zdanie – odporúča sa zohľadniť aj dane na úrovni vlastníka.

Objektívizované ocenenie je vhodné využiť pri zisťovaní súčasnej reálnej bonity podniku alebo pri poskytovaní úveru. (Mařík, 2011, s. 28)

1.4.4 Funkcionálna hodnota

Funkcionálne ocenenie, tzv. Kolínska škola zastáva názor, že ocenenie nemá zmysel modifikovať v závislosti na jednotlivých podnetoch, ale na všeobecných funkciách, ktoré má ocenenie pre užívateľa a jeho výsledkov. Autor Krabec (2009, s. 134-135) vo svojej knihe rozdeľuje tieto funkcie na hlavné a vedľajšie.

Hlavné funkcie (Krabec, 2009, s. 134):

- **Funkcia pre rozhodnutie** – oceňovateľ počíta hodnotu pre rozhodnutie v závislosti na možnostiach konkrétneho tržného subjektu.
- **Funkcia sprostredkujúca** – hlavným zmyslom hodnoty je mediácia a zjednotenie očakávaní strán tržnej transakcie.
- **Funkcia argumentačná** – zmyslom je poskytnúť čo najviac argumentov preto, aby subjekt transakcie dosiahol, zo svojho pohľadu, čo najvýhodnejšie riešenie konfliktnej situácie.

Vedľajšie funkcie (Krabec, 2009, s. 135):

- **Funkcia informačná, resp. komunikačná** – účelom je stanovenie hodnoty pre finančné výkazníctvo.
- **Funkcia daňová** – hodnota slúži ako východisko pre vymeriavací základ pri odvození daňovej povinnosti.
- **Funkcia podporná pri tvorbe spoločenských zmlúv** – ocenenie plní konkretizujúcu funkciu v rámci spoločenských zmlúv všeobecne upravených ustanovením týkajúcich sa majetkového vysporiadania.

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Pri oceňovaní podniku hrajú významnú rolu faktory ako čas a riziko. Obidva faktory sa do ocenenia premietajú prostredníctvom diskontnej miery. V tejto kapitole sa im preto budeme bližšie venovať.

2.1 Faktor času

Hodnotu aktíva vymedzujeme ako súčasnú hodnotu budúcich čistých príjmov, ktoré z tohto aktíva poplynú vlastníkovi aktíva. Táto definícia neplatí len pre jednotlivé majetkové položky, ale aj pre podnik ako celok. Všetky budúce príjmy, ktoré budú tvoriť hodnotu podniku, nemajú pre príjemca rovnaký význam. Okrem ich výšky je dôležité aj to, kedy ich vlastník aktíva získa – ide o tzv. časov hodnotu peňazí. Príjem získaný skôr má väčší význam ako príjem získaný neskôr. (Mařík, 2011, s.39)

Damodaran (2011, s. 42) vo svojej knihe uvádza tri dôvody, prečo je lepšie mať určitý obnos peňazí dnes ako rovnaký obnos v budúcnosti:

- Človek preferuje spotrebu dnes pred spotrebou v budúcnosti.
- Inflácia s časom znehodnocuje kúpnu silu peňazí.
- Budúci prisľúbený peňažný príjem nemusí byť naozaj aj dosiahnutý, je s ním spojené riziko z čakania.

Preto je nutné najskôr všetky budúce príjmy prepočítať na ich súčasnú hodnotu k dátumu ocenenia. Tieto budúce príjmy môžu mať tri základné podoby (Mařík, 2011, s.39) :

- jednotlivá čiastka,
- anuita – rovnako veľké pravidelné platby,
- perpetuita – nekonečná rada rovnako veľkých pravidelných platieb.

2.2 Faktor rizika

Riziko je neoddeliteľnou súčasťou podnikania, preto jeho analýza, určenie a meranie má kľúčový vplyv na správne ocenenie podniku.

Ako píše Kislingerová (2001, s. 104), riziko vyjadruje stupeň neistoty spojenej s očakávaným výnosom. Pre investora riziko teda znamená, že môže nastať okolnosť, kedy sa skutočné výsledky podniku budú odlišovať od očakávaných výsledkov.

Damodaran (2011, s. 42) dodáva, že definícia risku závisí na tom, či sa oceňuje podnik alebo len vlastný kapitál. Ak sa oceňuje podnik, riziko vyplýva s podnikových operácií. Ak sa oceňuje vlastný kapitál, na riziko sa dívame ako na riziko investície do podniku, ktoré ovplyvňuje riziko odvetvia a zadlženosť podniku.

2.2.1 Klasifikácia rizika

Klasifikácia rizika, ktoré je podstatné z pohľadu oceňovania podniku, rozdeľuje riziko na (Kislingerová, 2001, s. 105-125):

- **Tržné riziko** – je spojené s fungovaním podniku v určitom vonkajšom ekonomickom prostredí a má významnú vlastnosť – nemožnosť jeho eliminácie zo strany podniku. Podnik naň musí pružne reagovať, aby bol schopný obstať v meniacich sa podmienkach.
- **Špecifické riziko** – je spojené s fungovaním podniku, rozdeľuje sa na riziko prevádzkové a finančné:
 - **Prevádzkové riziko** – rozumie sa rozsah, v akom je v podniku využívaný hmotný investičný majetok a s ním spojené fixné náklady. Ide teda o mieru rizika zakotveného v danej štruktúre aktív a z toho vyplývajúci vzťah medzi fixnými a variabilnými nákladmi. Platí, že čím vyšší má podnik podiel fixných nákladov na celkových nákladoch, tým väčšie je prevádzkové riziko.
 - **Finančné riziko** – odráža mieru zapojenia cudzích zdrojov vo financovaní podniku. Za cudzí kapitál sa platí úrok, ktorý predstavuje pre podnik fixný náklad a tým ovplyvňuje výsledok hospodárenia. V súvislosti s využitím cudzích zdrojov vzniká pre podnik tzv. úrokový daňový štít, ktorý zvyšuje výnos pre vlastníkov, ale aj finančné riziko.
- **Celkové jedinečné, špecifické riziko** – môžeme ho vyjadriť ako súčin prevádzkového a finančného rizika. Všeobecne platí, že čím je vyššie prevádzkové riziko, tým väčší dôraz je kladený na ziskovosť tržieb pri menšej obratovosti kapitálu. A naopak, čím vyšší je finančné riziko, tým väčší dôraz je kladený na väčšiu obratovosť kapitálu pri nižšej ziskovosti tržieb.

Mařík (2011, s. 42-45) sa od Kislingerovej líši v klasifikácii rizika. Jedinečné riziko rozdeľuje na finančné a obchodné riziko. Obchodné riziko ďalej delí na riziko predajné a prevádzkové.

2.3 Diskontná miera

Diskontná miera predstavuje nástroj, ktorý slúži k prepočítaniu budúcich peňažných tokov na súčasnú hodnotu. Zahrňuje v sebe faktor času a rizika a demonštruje požadovanú mieru výnosnosti. Diskontná sadzba tak vyjadruje minimálnu požadovanú mieru výnosnosti. Jedná sa v podstate o úrokovú mieru z investovaného kapitálu odvodenú z nákladov na príslušný kapitál, ktoré sú dané oportunitnými nákladmi. Využíva sa nielen pri oceňovaní podniku a iného majetku, ale aj pri dynamických metódach hodnotenia investícií. (Čížek, ©2005-2012)

2.3.1 Kategórie hodnoty a diskontná miera

Výpočet diskontnej miery by mal závisieť na kategórii hodnoty, ktorá je zisťovaná a tiež na type potenciálneho investora, pre ktorého je ocenenie určené.

Pri tržnej hodnote, kalkulácia diskontnej miery odvodzujeme z kapitálového trhu pomocou metódy CAPM alebo ju odvodíme z trhu s podnikmi.

Pri investičnej hodnote diskontnú mieru určujeme z alternatívnych možností investovania kapitálu investora.

Pre objektivizovanú hodnotu je diskontná miera odhadovaná z bežne dostupných dát, vychádza z bezrizikovej úrokovej miery zvýšenej o rizikovú prirážku. (Pavelková, 2014, s. 17)

3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU

Pred začiatkom oceňovania podniku je potrebné špecifikovať účel a ciele ocenenia. Tomu je potom podriadená voľba techník a samotný postup ocenenia. Mařík (2011, s. 53) však všeobecne odporúča nasledujúci postup:

- 1) Zber vstupných dát
- 2) Analýza dát:
 - a. Strategická analýza
 - b. Finančná analýza
 - c. Rozdelenie aktív na prevádzkovo nutné a nenutné
 - d. Analýza a prognóza generátorov hodnoty
 - e. Orientačné ocenenie na základe generátorov hodnoty
- 3) Zostavenie finančného plánu
- 4) Ocenenie:
 - a. Voľba metódy
 - b. Ocenenie podľa zvolených metód
 - c. Súhrnné ocenenie

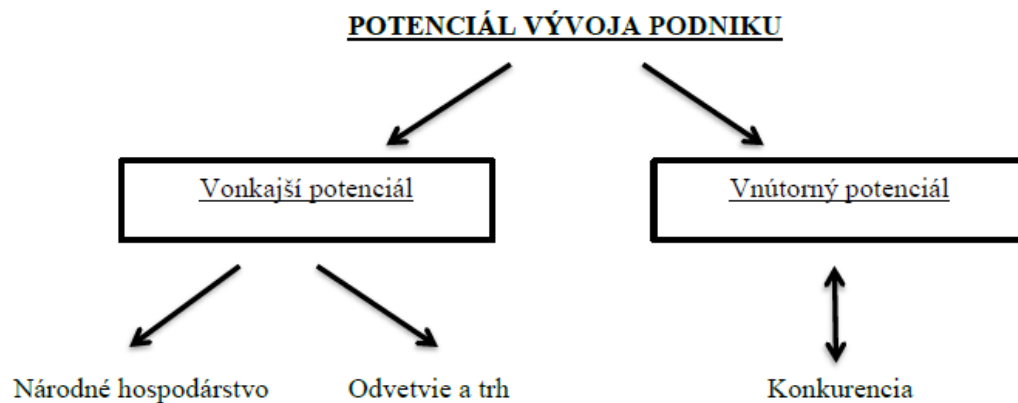
3.1 Zber vstupných dát

Ako uvádza Kislingerová (2001, s. 28-29), správne a relevantné informácie sú základom pre kvalitné ocenenie. Vstupná dáta sa delia do dvoch skupín:

- vonkajšie zdroje dát – informácie o makroprostredí a mikroprostredí,
- vnútorné zdroje dát – údaje o podniku, dodávateľoch, výrobe, marketingu.

3.2 Strategická analýza

Hlavnou funkciou strategickej analýzy je vymedziť celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten sa skladá z vonkajšieho potenciálu vyjadrujúceho šance a riziká podnikateľského prostredia a potenciálu vnútorného, sumarizujúceho silné a slabé stránky podniku. (Mařík, 2011, s. 56-57)



Obr. 1. Celkový potenciál podniku (Mařík, 2011, s. 56)

Výsledkom strategickej analýzy by mali byť odpovede na nasledujúce otázky (Mařík, 2011, s. 56-57):

1. Aké sú perspektívy podniku z dlhodobého hľadiska?
2. Aký vývoj trhu, konkurencie a predovšetkým vývoj podnikových tržieb sa dá očakávať?
3. Aké rizika sú s podnikom spojené?

3.2.1 Postup strategickej analýzy

Strategická analýza pozostáva z nasledujúcich krokov (Mařík, 2011, s. 58):

1. Relevantný trh, jeho analýzy a prognóza (analýzy vnútorného potenciálu)

Prvým krokom strategickej analýzy by malo byť vymedzenie relevantného trhu, príslušného k oceňovanému podniku a určenie jeho veľkosti. Trh by mal byť jednoznačne vymedzený z hľadiska produktu, územia, zákazníkov a konkurentov. Následne sa posúdi jeho atraktivita, tak aby bolo možné spracovať prognózu ďalšieho vývoja tohto trhu.

2. Analýzy konkurenčnej sily a vnútorného potenciálu trhu

Cieľom tejto analýzy je odhad budúcich tržných podielov oceňovaného podniku. Vychádza sa z určenia doterajších tržných podielov podniku a na základe identifikácie hlavných konkurentov, analýzy vnútorného potenciálu podniku a hlavných faktorov jeho konkurenčnej sily (priame/nepriame) sa stanoví prognóza tržných podielov do budúcnosti.

3. Prognóza tržieb oceňovaného podniku

Z výsledkov predchádzajúcich krokov strategickej analýzy sa posúdi perspektívnosť podniku a stanoví sa prognóza rastu tržieb. Toto tempo rastu tržieb by sme mali porovnať s minulosťou a posúdiť jeho realnosť.

3.3 Finančná analýza

Růčková (2011) definuje finančnú analýzu ako systematický rozbor získaných dát, ktoré sú obsiahnuté hlavne v účtovných výkazoch, rozbor vzťahov a vývojových tendencií. Finančná analýza hodnotí podnikovú minulosť, súčasnosť a predpovedá budúce finančné podmienky.

Spolu s Roubíčkovou (2012, s. 77) vnímajú finančnú analýzu ako nástroj na odhalenie slabín vo finančnom stave podniku, ktoré by v budúcnosti mohli viesť k problémom, no na druhej strane identifikuje aj silné stránky vedúce k možnému budúcemu zhodnoteniu majetku firmy. Za zmysel analýzy pokladajú vytváranie záverov o celkovom hospodárení firmy a podkladov pre rozhodovanie.

Autor Vochozka (2011, s. 12) vidí výhodu finančnej analýzy v možnosti samostatne hodnotiť likviditu, aktivitu, rentabilitu a ďalšie ukazovatele. No kladie dôraz na znalosti a skúsenosti hodnotiteľa, ktorý by mal byť schopný nie len interpretovať jednotlivé ukazovatele, ale aj z nich poskladať „mozaiku“ a podať tým kompletný obraz o stave spoločnosti.

3.3.1 Metódy a postupy finančnej analýzy

Metódy a postupy pri spracovaní finančnej analýzy sa v priebehu historického vývoja štandardizovali. K základným využívaným metódam patria (Knápková, Pavelková a Šteker, 2013, s. 31):

- analýzu absolútnych ukazovateľov,
- analýza rozdielových ukazovateľov,
- analýza pomerových ukazovateľov,
- analýza sústav ukazovateľov,
- súhrnné ukazovatele.

Pre potreby oceňovania podniku je na záver finančnej analýzy ešte nutné zhrnúť finančné zdravie podniku, perspektívy do budúca a stanoviť z toho vyplývajúce riziko, ktoré sa

následne premietne do diskontnej miery. Z finančnej analýzy potom vychádza finančný plán podniku, ktorý je pre ocenenie podniku výnosovými metódami veľmi dôležitý. (Kramná, 2011, s. 31)

3.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Ďalším dôležitým krokom pri oceňovaní podniku je rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné. Prevádzkovo nenutné aktíva by sa mali oceňovať oddelene od majetku prevádzkovo nutného a zistená hodnota sa na záver pripočíta k hodnote prevádzkovej časti podniku.

Ako uvádzajú Koller, Goedhart a Wessels (2010, s. 136-140) k prevádzkovo potrebným aktívam patrí najmä dlhodobý finančný majetok nutný k zabezpečeniu pokračujúcej hlavnej činnosti podniku a to budovy, zariadenia a pozemky. Ďalej pracovný kapitál – peňažné prostriedky, obchodné pohľadávky, zásoby, časové rozlíšenie.

Naopak z prevádzkovo potrebných aktív treba vylúčiť prebytok hotovosti a obchodovateľné cenné papiere z krátkodobého finančného majetku, podiely v dcérskych spoločnostiach a dlhodobé portfóliové investície z dlhodobého majetku. K ďalším prevádzkovo nepotrebným aktívam patria nehnuteľnosti neslúžiace k hlavnej činnosti podniku, nadbytočné zásoby, nedobytné pohľadávky apod. (Koller, Goedhart a Wessels, 2010, s. 143-144)

Mařík (2011, s. 119) zdôvodňuje takéto rozdelenie majetku nasledovne:

- Časť majetku nemusí byť využívaná a neplynú z nej žiadne alebo len malé príjmy, napr. nevyužitý pozemok. Pri výnosom ocenení majetku sa potom môže stať, že bude toto aktívom podcenené alebo nebude ocenené vôbec, pritom svoju hodnotu má.
- Niektoré aktíva nesúvisiace s prevádzkou môžu byť spojené s inými rizikami ako hlavná činnosť podniku.
- Aktíva neslúžiace k hlavnej činnosti by mali byť oceňované samostatne použitím iných metód.

3.4.1 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

Ak sa v podniku nachádzal nejaký prevádzkovo nepotrebný majetok a boli s ním spojené určité náklady a výnosy, je potrebné o tieto položky upraviť výsledok hospodárenia. K najtypickejším príkladom takýchto položiek patria napríklad tržby a zostatková cena

predaného dlhodobého majetku alebo odpisy majetku, ktorý neslúži k podnikaniu. Takýto korigovaný výsledok hospodárenia je potom výsledok hospodárenia generovaný prevádzkovo nutným investovaným kapitálom. (Mařík, 2011, s. 123)

3.5 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Režňáková (2012, s. 22-23) vysvetľuje, že hodnota podniku je závislá na jeho schopnosti generovať budúce výnosy a to znamená, že závisí na jedinečnosti a kvalite ponúkaného produktu, ktoré ovplyvňujú dopyt po produkte, ako aj na postavení podniku na trhu, úrovni efektívneho riadenia nákladov, inovačných schopnostiach zamestnancov podniku, schopnosti vyhľadávať nové investičné príležitosti a efektívne využívať disponibilné zdroje. Ukazovatele, ktoré merajú efektívnosť procesov a subjektov generujúcich hodnotu, sa označujú ako generátory hodnoty. Tiež ich môžeme definovať ako súbor základných podnikovohospodárskych veličín, ktoré v súhrne určujú hodnotu. Copeland, Koller a Murrin (2005), na ktorých sa autorka odvoláva, vymedzujú generátory hodnoty ako akúkoľvek premennú ovplyvňujúcu hodnotu podniku.

Medzi generátory, ktoré majú zásadný vplyv na hodnotu podniku, Režňáková (2012, s. 23) radí investície, rast príjmov, riadenie nákladov a efektívnosť financovania.

Mařík (2011, s. 125-146) vychádzajúc z metódy diskontovaných peňažných tokov vymedzuje nasledujúce generátory hodnoty:

- **Tržby a ich rast** – predikcia tržieb je výsledkom strategickkej analýzy
- **Prevádzková zisková marža**

Prognóza ziskovej marže napomáha zostaviť kompletnú plánovanú výsledovku a je tiež východiskom pre výpočet voľných peňažných tokov a ekonomickej pridanej hodnoty. Definovaná je pomerom:

$$\text{Prevádzková zisková mrža} = \frac{\text{KPVH pred zdanením}}{\text{Tržby}} \quad (1)$$

Po stanovení ziskovej marže je potrebné ešte analyzovať hlavné faktory, ktoré na maržu pôsobili a do budúca ju budú ovplyvňovať.

- **Pracovný kapitál**

Pracovný kapitál, ktorý použijeme pri zostavovaní finančného plánu je nutné upraviť o neúročený cudzí kapitál, teda kapitál, na ktorý nie sme schopní explicitne vyjadriť náklady.

Výpočet upraveného pracovného kapitálu:

Krátkodobý finančný majetok
 + Zásoby
 + Pohľadávky
 - Neúročené záväzky
 + Časové rozlíšenie aktívne
 - Časové rozlíšenie pasívne
 = Pracovný kapitál

Všetky uvedené položky sa započítavajú len v rozsahu prevádzkovo nutnom.

- **Investície do dlhodobého majetku**

Investície sú na konkurenčnom trhu nevyhnutnou podmienkou prežitia podniku. Podnik dlhodobo prežije, ak si zarobí na nutné investície, vrátane investícií do výskumu a vývoja a tiež do ľudského kapitálu.

- **Analýza rentability prevádzkovo nutného kapitálu**

Rentabilitu prevádzkovo nutného kapitálu je možné rozložiť na súčin ziskovej marže a obratovosti prevádzkovo nutného investovaného kapitálu.

$$\frac{KPVH}{K} = \frac{KPVH}{Tržby} \cdot \frac{Tržby}{K} \quad (2)$$

3.6 Zostavenie finančného plánu

Koller, Goedhart a Wessels (2010, s. 185-186) zdôrazňujú, že pred samotným zostavením finančného plánu, je dôležité si premyslieť, na koľko rokov dopredu sa bude plánovať a ako podrobne. Klasicky sa plán zostavuje na pár rokov a potom sa stanovuje pokračujúca hodnota podniku pomocou perpetuity. Plánovacie obdobie by však malo byť dostatočne dlhé, aby spoločnosť dosiahla stabilný stav, determinovaný konštantným tempom rastu a návratnosťou kapitálu.

Finančný plán vychádza z naplánovaných generátorov hodnoty. Aby bolo možné zostaviť kompletnú plánovanú rozvahu, výsledovku a výkaz peňažných tokov, je potrebné generátory hodnoty doplniť o (Mařík, 2011, s. 150-151):

- plán financovania – splátky úveru, nové úvery, zvyšovanie základného imania,
- menej významné položky výnosov, nákladov, pohľadávok, záväzkov,
- položky nesúvisiace s hlavnou činnosťou podniku,

- predpokladané výplaty dividend a podielov na zisku,
- formálne dopočty všetkých položiek účtovných výkazov.

3.7 Výber vhodnej metódy pre ocenenie

Finálnym krokom oceňovania podniku je výber vhodnej metódy a dopočet hodnoty podniku. Súčasná prax oceňovania podniku pozná mnoho metód a modelov s rôznymi variantmi, s ktorými sa dá pracovať. Základom pre správny výber metódy je poznať účel ocenenia a funkcie, ktoré si kladie. Obvykle sa však používajú viaceré metódy a výsledné ocenenie je tvorivou syntézou ich výsledkov. V zásade existujú 4 druhy oceňovacích metód (Kislingerová, 2001, s. 22-23; Mařík, 1998, s. 19):

- **Ocenenie na základe analýzy výnosov (výnosové metódy)**
 - Metódy diskontovaných peňažných tokov
 - Metódy kapitalizovaných čistých výnosov
 - Metódy ekonomickej pridanej hodnoty
- **Ocenenie na základe analýzy trhu (tržné metódy)**
 - Ocenenie na základe tržnej kapitalizácie
 - Ocenenie na základe porovnateľných podnikov
 - Ocenenie na základe porovnateľných transakcií
 - Ocenenie na základe údajov o podnikoch uvádzaných na burzu
- **Ocenenie na základe analýzy majetku (majetkové ocenenie)** - ocenenie na základe analýzy majetku vedie k zisteniu majetkovej podstaty podniku, tzv. substančnú hodnotu. Majetková hodnota je definovaná ako súhrn individuálne ocenených položiek majetku znížený o sumu individuálne ocenených záväzkov. Vochozka a Mulač (2012, s. 157-161) delia majetkové metódy na:
 - Účtovná hodnota vlastného imania na princípe historických cien – stotožňuje sa s bilančnou sumou vo finančnom účtovníctve.
 - Metóda substančnej hodnoty – oceňuje podnik ako súbor jednotlivých majetkových častí a dlhov, ktorými sú zaťažené. Jednotlivé aktíva a pasíva preceňuje z pohľadu going-concern princípu, reaguje tak na princíp opatrnosti v účtovníctve, ktorý väčšinu aktív výrazne podceňuje oproti ich tržnej hodnote.

- Metóda likvidačnej hodnoty – predstavuje čiastku, ktorú by vlastníci získali rozpredajom všetkých podnikových aktív. Po odčítaní splatenia všetkých záväzkov dostaneme hodnotu netto.
- **Ocenenie na základe kombinovaných metód**
 - Schmalenbachová metóda strednej hodnoty
 - Metódy kapitalizovaných čistých výnosov
 - Model diferenciálnej renty

Nakoľko praktická časť tejto práce je zameraná na výnosové metódy, aj v teoretickej časti sa budeme zaoberať najmä výnosovými metódami.

4 VÝNOSOVÉ METÓDY OCEŇOVANIA

Výnosové metódy vychádzajú z poznatku, že hodnota statku je určená očakávaným úžitkom pre jeho držiteľa. U hospodárskych statkoch, ku ktorým patrí aj podnik, sú týmto úžitkom očakávané príjmy. Výnosové ocenenie je teda teoreticky najsprávnejšie. Pri určovaní trhnej hodnoty si kladieme otázku, aké výnosy podniku predpokladá príslušný trh. Pri subjektívnom ocenení zisťujeme, aké výnosy očakáva konkrétny subjekt. Výnosové metódy sa delia (Mařík, 1998, s. 20):

- Metódy diskontovaných peňažných tokov
- Metódy kapitalizovaných čistých výnosov
- Metódy ekonomickej pridanej hodnoty

4.1 Metóda diskontovaných peňažných tokov

Základnou výnosovou metódou a zároveň najrozšírenejšou je metóda diskontovaných peňažných tokov - DCF.

Řezňáková (2012, s. 17) vysvetľuje predpoklad, z ktorého metóda vychádza, že hodnota podniku je závislá na schopnosti generovať budúci príjem z prevádzkovej činnosti. Vygenerovaný príjem je určený prednostne na reinvestície, ktoré sú nutné pre zachovanie trvalého rozvoja podniku. Zvyšná časť prevádzkového cash flow (free cash flow, FCF) môže byť rozdelená medzi vlastníkov a veriteľov. Čím vyšší prevádzkový cash flow bude podnik generovať, tým vyššia môže byť výplata. Požadované zhodnotenie poskytovaného kapitálu, či už vlastného alebo cudzieho sa do modelu premieta v diskontnej sadzbe, ktorá je stanovená na úrovni nákladov kapitálu.

Autori Mařík a Maříková (2011, s. 17) rozoznávajú niekoľko variant metódy DCF a to v závislosti na tom, z pohľadu akého investora podnikového kapitálu sú tieto peňažné toky chápane:

- Metódy DC entity – voľné CF pre vlastníkov aj veriteľov FCFF – Free Cash Flow to Firm, cieľom je získať tržné ocenenie celkového kapitálu.
- Metóda DCF equity – voľné CF pre vlastníkov FCFE – Free Cash Flow to Equity, oceňovaný je iba vlastný kapitál.

- Metóda DCF APV – adjusted present value, oceňovaný je celkový kapitál a tvorí ho hodnota podniku pri nulovom zadžení a súčasná hodnota daňových úspor z nákladových úrokov.

4.1.1 Metóda DCF entity

Táto metóda je konštruovaná z pohľadu všetkých investorov poskytujúcich podniku spolatnený kapitál, preto aj peňažné toky predstavujú toky, ktoré plynú vlastníkom aj úročeným veriteľom. Postup tejto metódy je nasledovný (Mařík a Maříková, 2011, s. 18-21):

A. Vymedzenie voľných peňažných tokov

Výpočet FCFF je nasledujúci:

Korigovaný výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti po dani
 + odpisy
 + ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi v danom období
 - investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu
 - investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku
 = **Voľné peňažné toky do firmy FCFF**

FCFF sú teda peňažné toky, ktoré v sebe zahŕňajú podiely na zisku (dividendy) vlastníkov ako aj platby pre veriteľov ako sú nákladové úroky a splátky úverov.

B. Diskontná miera

Pri metóde DCF entity sa počíta s diskontnou mierou na úrovni priemerných vážených nákladov WACC.

C. Ocenenie

Vzorec pre výpočet hodnoty podniku vo všeobecnom vyjadrení, ktoré by umožňovalo použiť premenlivú diskontnú mieru v rôznych rokoch a pre pokračujúcu hodnotu by bol využitý Gordonov vzorec, môžeme zapísať:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)} \quad (3)$$

kde: H_b hodnota podniku brutto,
 $FCFF_t$ voľný peňažný tok do firmy v roku t ,

$WACC_i$	priemerné vážené náklady kapitálu v roku i ,
T	počet rokov prvej fázy,
g	tempo rastu v druhej fáze.

Následne je potrebné dopočítať hodnotu podniku netto, teda vlastného kapitálu:

$$H_n = H_b - CK_0 \quad (4)$$

Na záver by mala byť ešte pripočítaná tržná hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku, ak takýto majetok v podniku bol.

4.1.2 Metóda DCF equity

Metóda je založená na tom, že celú dobu pracuje priamo s vlastným kapitálom podniku. Mařík a Maříková (2011, s. 21-23) uvádzajú postup výpočtu:

A. Vymedzenie voľných peňažných tokov

Z predchádzajúcou metódou vypočítaných FCFF sa dajú ľahko dopočítať voľné peňažné toky pre vlastníkov FCFE:

$$\begin{aligned} & \text{Voľné peňažné toky do firmy FCFF} \\ & - \text{nákladové úroky} \cdot (1 - \text{daňová sadzba}) \\ & - \text{splátky úročeného cudzieho kapitálu} \\ & + \text{prijatie nového úročeného cudzieho kapitálu} \\ & = \text{Voľné peňažné toky pre vlastníkov FCFE} \end{aligned}$$

B. Diskontná miera

Diskontná miera je na úrovni nákladov vlastného kapitálu príslušným konkrétnemu zadĺženiu oceňovaného podniku.

C. Ocenenie

Diskontovaním FCFE zadĺženými nákladmi vlastného kapitálu získame priamo ocenenie vlastného kapitálu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(Z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{N_{VK(Z)T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(Z)i})} \quad (5)$$

kde: H_n	hodnota podniku netto,
$FCFE_t$	voľný peňažný tok pre vlastníkov v roku t ,
$n_{VK(Z)i}$	náklady vlastného kapitálu pri konkrétnom zadlžení v roku i ,
T	počet rokov prvej fázy,
g	tempo rastu v druhej fáze.

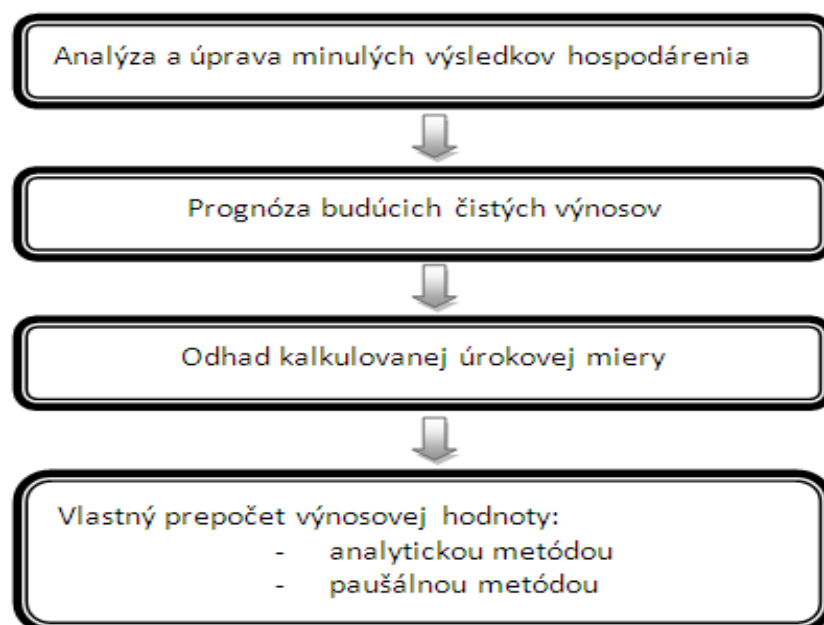
Na záver by mala byť ešte pripočítaná tržná hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku, ak takýto majetok v podniku bol.

4.2 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Metódu kapitalizovaných čistých výnosov (ziskov) v Európe rozšíril nemecký teoretik Konrád Mellerowicz. Táto metóda je založená predovšetkým na minulej výkonnosti podniku, tj. na historickej úrovni zisku. Základnou myšlienkou je, že hodnota podniku sa dá odvodiť od hodnoty tzv. **trvale udržateľnej úrovne zisku** ako uvádza Kislingerová (2001, s.153). Mařík (2011, s. 270) zavádza pojem **trvalo odnímateľný čistý výnos**. Tento trvalo odnímateľný čistý výnos je následne kapitalizovaný. Kapitalizáciu výnosov, autori Munizzo a Musial (2010, s. 92) definujú ako proces konverzie príjmov na hodnotu. Rozoznávajú dve metódy kapitalizácie a to priamu metódu a výnosovú.

4.2.1 Postup pri metóde kapitalizovaných čistých výnosov

Mařík (2011, s. 263-267) uvádza postup metódy:



Obr. 2. Postup metódy kapitalizovaných čistých výnosov (Mařík, 2011, s. 263)

A. Analýza a úprava minulých výsledkov hospodárenia

- vyčleniť všetky významné položky nákladov a výnosov, ktoré plynú z majetku prevádzkovo nepotrebného,
- náklady a výnosy účtovať do obdobia, ku ktorému sa vecne a časovo vzťahujú,
- vylúčiť jednorazové výnosy a náklady,
- náklady zaúčtované v minulosti, ktorých výsledky sa očakávajú až v budúcnosti, rozložiť na celé obdobie,
- upraviť odpisy tak, aby sa čo najmenej odchyľovali od reálneho opotrebenia,
- odstrániť vplyv tvorby a rozpustenia tichých rezerv,
- zakalkulovať mzdu činného spoločníka,
- po úprave výsledkov hospodárenia prepočítať zmeny v platených daniach,
- prepočítať časovú radu minulých VH na cenovú úroveň roka k dátumu ocenenia.

B. Plán budúcich výsledkov hospodárenia

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov si vyžaduje, ako aj iné výnosové metódy, zostavenie finančného plánu. Odlišnosťou je akurát plán odpisov a plán potrieb finančných zdrojov.

Plán odpisov – investície by mali byť rozdelené na obnovovacie, racionalizačné, rozširujúce a ostatné. V prvej fáze oceňovania by sa odpisy mali detailne plánovať v súvislosti na zmenách v podnikových aktívach. V druhej fáze sa predpokladá ocenenie na úrovni večnej renty – perpetuity. Vychádza sa z potreby reinvestícií zaisťujúcich udržanie majetkovej podstaty podniku.

Plán potreby finančných zdrojov – postup prepočtu finančnej potreby:

- odhadneme a spočítame všetky potrebné výdaje, ktoré nie sú zároveň nákladmi,
- stanovíme a spočítame všetky náklady, ktoré znižujú VH, ale sú výdajmi,
- zistíme rozdiel medzi finančnými potrebami a zdrojmi ich krytia,
- premietneme nedostatok alebo prebytku finančných prostriedkov do úverov,
- dopočítajú sa úroky z úverov.

C. Odhad kalkulovanej úrokovej miery

Výsledkom metódy kapitalizácie čistých výnosov je hodnota netto, teda hodnota priamo vlastného kapitálu. Preto aj kalkulovaná úroková miera pri tejto metóde predstavuje náklady vlastného kapitálu.

D. Výpočet výnosovej hodnotyANALYTICKÁ MATÓDA

Táto metóda je obdobou metódy DCF, ale očakávaný výnos kalkulujeme z upravených výsledkov hospodárenia a nie z peňažných tokov. Vychádza z rady odnímateľných čistých výnosov, teda skutočných, účtovnou politikou čo najmenej ovplyvnených budúcich výsledkov hospodárenia, ktoré môžu byť rozdelené bez toho, aby bol ohrozený budúci výnosový potenciál podniku. Pred dvojfázovú metódu platí vzťah:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (6)$$

kde:	H_n	hodnota podniku netto,
	$\check{C}V_t$	odhad odnímateľného čistého výnosu pre rok t prognózy,
	$T\check{C}V$	trvalá veľkosť odnímateľnosť čistého výnosu v druhej fáze,
	T	dĺžka obdobia, pre ktoré sme schopní v jednotlivých rokoch odhadnúť čistý výnos – dĺžka prvej fázy
	i_k	kalkulovaná úroková miera

PAUŠÁLNA MATÓDA

Paušálna metóda sa používa pri podnikoch, ktoré len ťažko môžu predpovedať budúci vývoj. Podstatou je vypočítať trvalý čistý výnos k rozdeleniu, ako vážený priemer minulých upravených čistých výnosov:

$$\text{Trvalo odnímateľný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (7)$$

kde:	$\check{C}V_t$	minulé upravené čisté výnosy
	K	počet minulých rokov zahrnutých do výpočtu
	q_t	váhy určujúce význam čistého výnosu

Následne je možné dopočítať hodnotu podniku pomocou úrokovej miery očistenej o infláciu:

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (8)$$

Paušálna metóda sa využíva pre:

- odhad dolnej hranice výnosovej hodnoty,
- podniky s ťažkou predpovedateľnou budúcnosťou,
- podniky nevykazujúce žiadne výraznejšie rastové tendencie,
- pre objektivizované ocenenie

4.3 Metóda založená na koncepcii ekonomickej pridanej hodnoty

Pavelková s Knápkovou (2012, s. 52) vo svojej publikácii píše, že ekonomicke pridana hodnota vo svojej podstate predstavuje ekonomicke zisk, ktorý podnik vytvoril po úhrade všetkých nákladov vrátane všetkých nákladov na kapitál. Zároveň ukazovateľ EVA meria, ako spoločnosť za dané obdobie prispela svojimi aktivitami k zvýšeniu či zníženiu hodnoty pre svojich vlastníkov. Čiže EVA slúži ako meradlo výkonnosti podniku, nástroj riadenia podniku a tiež ako metóda oceňovania.

Ekonomicke pridana hodnota je pomerne moderná technika, ktorú rozpracovali začiatkom deväťdesiatych rokov Bennett Stewart a Joel Stern (Stern Stewart&Company). Odvtedy sa tento finančný nástroj stal veľmi populárny vďaka svojmu inovatívne pristupu k meraniu naozajstnej výnosnosti firmy. (Vasilescu, 2011, s. 60)

EVA sa vypočíta ako rozdiel medzi čistým operatívnym ziskom po zdanení (NOPAT) a oportunitnými nákladmi investovaného kapitálu. Oportunitné náklady predstavujú súčin vážených priemerných nákladov na kapitál (WACC) a celkového investovaného kapitálu (C):

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C \quad (9)$$

Hodnota EVA by mala byť kladná. Vtedy podnik tvorí nadhodnotu. (Vasilescu, 2011, s. 60). S tým súhlasia aj Pavelková s Knápkovou (2012, s. 53) keď píše, že pokiaľ chce podniky zvyšovať svoju tržnú hodnotu, musí sa snažiť dosiahnuť čo najvyššiu ekonomicke pridana hodnota v bežnom roku a vytvoriť rastové príležitosti.

4.3.1 Základný vzorec pre oceňovanie metódou EVA

Metóda EVA má taktiež tri rôzne varianty – metódu entity, equity a APV. Za základ Mařík a Maříková (2005, s. 67) berú metódu EVA entity, ktorú vypočítame pomerom:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \times (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (10)$$

kde:	H_n	hodnota netto
	EVA_t	EVA v roku t počítaná metódou entity
	NOA_0	čisté operačné aktíva k dátumu ocenenia
	T	počet rokov explicitne plánovaných EVA
	$WACC$	priemerné vážené náklady kapitálu
	CK_0	hodnota úročeného cudzieho kapitálu k dátumu ocenenia
	A_0	neoperačné aktíva k dátumu ocenenia

Všeobecne by sa dalo povedať, že tento oceňovací model vychádza z predpokladu, že tržná hodnota podniku sa skladá z už investovaného kapitálu a súčasnej hodnoty budúcich EVA (=MVA):

$$\begin{aligned}
 & \text{Tržná hodnota operačných aktív (NOA+MVA)} \\
 & + \text{Tržná hodnota neoperačných aktív} \\
 & - \text{Tržná hodnota záväzkov} \\
 \hline
 & = \text{Tržná hodnota vlastného kapitálu}
 \end{aligned}$$

5 SÚHRNNÉ OCENENIE PODNIKU

Výsledky jednotlivých metód ocenenia sa často líšia a neexistuje pravidlo umožňujúce výber konečného výsledku, existujú však určité odporúčenia ako postupovať (Oubrecht, 2013, s. 98):

- použiť minimálne dve metódy ocenenia, vybrať ich podľa účelu a funkcie ocenenia, prání klienta a postojú trhu,
- nepoužívať ako výsledok mechanicky vypočítaný priemer výsledkov jednotlivých metód,
- podľa charakteru jednotlivých metód, danej situácie podniku a kvality vstupných dát priradiť použitým metódam určitú funkciu a prioritu v rámci výsledného ocenenia.

5.1 Diskonty a prémie pri oceňovaní

V praxi oceňovanie nekončí dopočítaním výsledku jednotlivých metód a to hlavne z dvoch základných dôvodov (Mařík, 2011, s. 429):

- 1) v rámci použitej metódy ocenenia sa nepodarilo zohľadniť niektoré špecifiká podniku majúce vplyv na jeho hodnotu,
- 2) úlohou oceňovateľa nie je zistiť hodnotu vlastného kapitálu podniku ako celku, ale zistiť hodnotu určitého podielu na vlastnom kapitále.

Keď nastane niektorá z týchto situácií, použijú sa ďalšie nástroje oceňovania a to diskonty a prémie. Sú to absolútne alebo relatívne čiastky, ktoré predstavujú zmenu očakávaného rizika alebo úžitku z titulu faktorov, ktoré neboli zahrnuté do výpočtu základnej hodnoty podniku.

5.1.1 Delenie diskontov a prémii

Diskonty a prémie sa delia na (Oubrecht, 2013, s. 99):

- **Diskonty na úrovni podniku ako celku** – aplikujú sa na celý vlastný kapitál podniku, ovplyvňujú plošne a rovnomerne hodnotu pre všetkých akcionárov, patria sem napríklad:
 - diskont za kľúčovú osobu vo vedení podniku
 - diskont za mimosúvahové záväzky.

- **Diskonty s prémie na úrovni akcionára** – pôsobia nerovnomerne, teda iba na úrovni daného akcionára, hodnota akcie nie je alikvotná podielu na vlastnom kapitále podniku ako celku:
 - diskont za obmedzenú obchodovateľnosť,
 - diskont za minoritu, resp.. prémie za kontrolu.

Diskont nemá sám o sebe žiadny význam, ak nie je definovaná základňa, na ktorú sa má aplikovať. Základnou podmienkou správnej aplikácie diskontu je teda správna identifikácia základne, na ktorú je diskont aplikovaný.

5.2 Citlivostná analýza

Po stanovení výslednej hodnoty podniku nasleduje ešte citlivostná analýza. Citlivostná analýza (sensitivity analysis) zisťuje citlivosť určitého ekonomického kľúčového ukazovateľa, nazývaného tiež základným kritériom, na rôznych rizikových faktoroch, ktoré ho ovplyvňujú. Základným kritériom najčastejšie býva napríklad zisk, výnosnosť vlastného imania ROE, v našom prípade pôjde o výslednú hodnotu podniku. Rizikové faktory potom budú vážené priemerné náklady kapitálu alebo tempo rastu. Pri citlivostnej analýze sa vychádza z odhadov pravdepodobných hodnôt základného kritéria a rizikových faktorov. Určitá zmena rizikových faktorov vyvolá zmenu základného kritéria. Veľkosť tejto zmeny potom určuje dôležitosť jednotlivých rizikových faktorov pre posudzovanie zmien základného kritéria pomocou stanovenia citlivosti v spojení s analyzovanými faktormi. Citlivostná analýza teda určuje a ohodnocuje hlavné rizikové faktory ovplyvňujúce výslednú hodnotu podniku. (Petřík, 2009, s. 186)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

6 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI XY, A.S.

Podnik XY a.s. je veľkoobchod s hutníckym a stavebným materiálom. Bol založený v roku 1993 slovenským akcionárom. Toto obdobie bolo charakteristické turbulentnými legislatívnymi, politickými ako aj spoločenskými zmenami. Po otvorení prvého veľkoobchodného skladu nasledovalo rozširovanie siete nových skladov v troch mestách na Slovensku. V roku 1999 svoje podnikateľské portfólio tvorené širokým sortimentom hutníckeho materiálu firma rozšírila o predaj stavebného materiálu. (webové stránky XY a.s., 2012, Jančovičová, 2013)

Spoločnosť neustále rozširuje ponuku nielen výrobkov, ale i poskytovaných služieb a sústavné hľadá možnosti ďalšieho rozvoja svojich aktivít smerom k zákazníkovi nielen na tuzemskom trhu, ale aj v zahraničí. Na český trh s hutníckym materiálom značka vstúpila v roku 2002 založením dcérskej spoločnosti, na poľsky trh v roku 2011. XY a.s. v súčasnosti patrí k najvýznamnejším distribútorom hutníckeho materiálu na Slovensku. V Českej republike a Poľsku sa postupne etabluje a buduje si svoje postavenie dôležitého predajcu. Spoločnosti skupiny sú vyhľadávaným dodávateľom aj vďaka vysokej kvalite, prijateľnej cene, spoľahlivosti aj službám, ktoré poskytujú moderne vybavené serviscentrá. (webové stránky XY a.s., 2012, Jančovičová, 2013)

6.1 Ponuka XY, a.s.

Kombinácia bohatého sortimentu hutníckeho a stavebného materiálu, širokého portfólia služieb v spojení so zabezpečením dopravy priamo k zákazníkovi stavia spoločnosť do pozície dodávateľa s výnimočne komplexnou ponukou. (webové stránky XY a.s., 2012)

K ponuke hutníckeho materiálu patria (webové stránky XY a.s., 2012):

- Plechy
- Betonárske ocele
- Tyče profilového prierezu
- Rúry
- Uzavreté profily
- Zvárané siete
- Drôty
- Špeciálne profily

- Výrobky

Služby ponúkané spoločnosťou:

- Strihanie a ohýbanie betonárskej ocele
- Výroba armokošov do pilót
- Výroba kontinuálnych strmienkov
- Viazanie betonárskej ocele, tesárske a betonárske práce
- Delenie tyčí profilového prierezu
- Delenie a tvarové pálenie plechov
- Ohýbanie výpalkov na ohraňovacích lisocho
- Priečne delenie plechov
- Doprava

6.2 Personálna politika

V roku 2009, vďaka hospodárskej kríze, došlo v spoločnosti k výraznému prepúšťaniu zamestnancov, ich priemerný počet sa znížil o 103 zamestnancov. Znižovanie stavu pokračovalo aj v roku 2010. Odvtedy sa priemerný počet zamestnancov zvyšoval, najmä v roku 2012, kedy pribudlo 61 pracovníkov. V roku 2013 spoločnosť priemerne zamestnávala 536 zamestnancov.

Tab. 1. Priemerný počet zamestnancov XY a.s. (Výročné správy spoločnosti XY a.s.)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Priemerný počet zamestnancov	600	497	447	485	546	536

7 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Dôvodom ocenenia spoločnosti XY, a.s. je poskytnúť vedeniu informáciu o hodnote podniku. Keďže spoločnosť vykazuje zisk a predpokladáme jej neobmedzené trvanie, pre ocenenie využijeme výnosové metódy. Na správne stanovenie hodnoty má veľký vplyv dostatok relevantných vstupných informácií o makro a mikroprostredí, ako aj o samotnom podniku. Tieto informácie určujú potom celkový výnosový potenciál firmy, ktorý vymedzíme na základe strategickej analýzy.

7.1 Analýza vonkajšieho potenciálu spoločnosti XY, a.s.

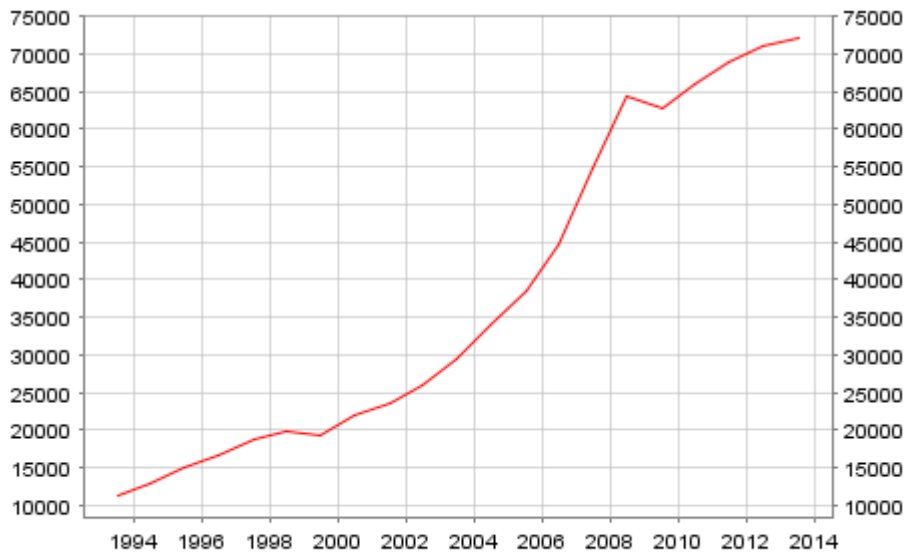
7.1.1 PEST analýza

Politicko – právne faktory

V roku 1993, po vzniku samostatnej Slovenskej republiky, kedy vznikla aj spoločnosť XY, a.s., bolo na trhu veľa medzier, ktoré dávali mnoho príležitostí pre podnikanie. Toto obdobie sprevádzali časté zmeny v legislatíve, za účelom vytvoriť vhodné podmienky pre podnikanie. Čo sa týka dane z príjmu právnických osôb, kladný dopad na spoločnosť malo v roku 2004 zavedenie rovnej dane na úrovni 19% z predchádzajúcich 25%. Tá sa však v roku 2013 zrušila a sadzba dane pre právnické osoby sa zvýšila na 23%. Vláda chcela aj týmto opatrením docieľiť konsolidáciu verejných financií so zámerom zníženia deficitu verejných financií pod 3% HDP. Po roku došlo k poklesu sadzby dane o 1% na 22% pre rok 2014 a podľa premiéra sa pri priaznivom vývoji ekonomickej a finančnej situácie dá predpokladať ďalší pokles, možno aj na úroveň 20%. Od roku 2010 sa tiež zvýšila sadza dane z pridanej hodnoty na 20%, v roku 2015 by sa nemala meniť. Tieto reštriktívne opatrenia ako aj reforma odvodového systému spomaľovali ekonomickú aktivitu, negatívne vplývali na strojársky priemysel a stavebníctvo, čo sa samozrejme prejavilo aj na prosperite spoločnosti XY, a.s. Avšak ďalšie znižovanie sadzby dane z príjmu právnických osôb by podniku prospelo, vznikol by tak väčší priestor pre investičnú činnosť. (Pravda, 2014)

Ekonomické faktory

V nasledujúcom grafe (Obr.1.) je zachytený vývoj hrubého domáceho produktu Slovenskej republiky v mil. EUR.



Obr. 2. Vývoj HDP Slovenska (European Central Bank, 2014)

Z vývoja HDP, vidíme že ekonomická kríza na Slovensku kulminovala v roku 2009, kedy klesol o 5,3% oproti predchádzajúcemu roku. Na príčine bol najmä pokles zahraničného obchodu. Od roku 2010 HDP znova rastie, ale jeho rast sa spomaľuje. Podľa Národnej banky Slovenska sa rast ekonomiky v roku 2015 predpokladá o 2,5 – 3,0%. Ďalej zrýchľujúci rast HDP by mohol mať pozitívny dopad ako na našu ekonomiku, tak aj na analyzovanú spoločnosť. (Národná banka Slovenska, 2014)

Ďalším makroekonomickým faktorom je nezamestnanosť. Tá je v súčasnosti na Slovensku na veľmi vysokej úrovni. V roku 2013 presiahla 14,2%, mierne znižovanie nastalo v roku 2013, keď v 3. štvrtroku dosahovala nezamestnanosť 12,9%. Do budúca sa očakáva len pomalé znižovanie. V trencianskom kraji, kde má spoločnosť XY, a.s. väčšinu zamestnancov, dosiahla nezamestnanosť k 31.10.2014 9,56%. (Štatistický úrad SR, ©2014)

Pokiaľ ide o infláciu, tá bola v krízovom roku 2009 na úrovni 1,6%. V ďalšom období dokonca dosahovala len hodnotu 1%. V rokoch 2011 a 2012 cenová hladina rástla a poskočila na 3,9%, resp. 3,6%. Pomerne vysoká hladina inflácie bola spôsobená najmä oživením domácej spotreby a s tým spojenými dopytovými tlakmi a tiež rastom cien energií. Slovensko má jednu z najvyšších cien elektriny pre priemyselných odberateľov. V týchto rokoch rástla aj cena hutníckeho a stavebného materiálu. V roku 2013 sa inflácia výrazne znížila na 1,4%, v novembri 2014 dokonca klesla na 0,0%. Túto nulovú infláciu, spôsobil najmä pokles cien v obore doprava, pretože práve od tohto mesiaca, študenti, dôchodcovia a invalidi nemusia platiť za cestovné v Železničnej spoločnosti SR. Ani do ďalšieho roka sa nepredpokladá významný rast cenovej hladiny. (Štatistický úrad SR, ©2014)

Sociálne faktory

Počet obyvateľov v meste, kde má spoločnosť sídlo, sa síce postupne znižuje, ale XY, a.s. nemá problém nájsť dostatok kvalifikovaných a schopných zamestnancov. V meste sa nachádza stredná priemyselná škola a stavebné učilište, ktorých žiaci predstavujú dostatok potenciálnych zamestnancov spoločnosti. Núdzou nie je ani o vysokoškolsky vzdelaných ľudí so zameraním na strojnictvo, stavebníctvo, ekonomiku a marketing. Spoločnosť nemá problém so zamestnancami ani v ostatných mestách, kde má pobočky. (Jančovičová, 2013)

Technologické faktory

Tak ako každá priemyselná oblasť, aj hutnícky a stavebný materiál sa stále vyvíja, zlepšuje a technologicky posúva dopredu. Spoločnosť XY, a.s. sa snaží ísť s dobou a neustále rozširuje svoju ponuku. Medzi posledné novinky patria oteruvzdorné plechy a vysokopevnostné plechy. V stavebníctve pribudli špeciálne materiály, vďaka ktorým sa stavby môžu realizovať celoročne, bez ohľadu na meteorologické podmienky. Ide napríklad o cement určený na murovanie v mínusových teplotách. Tým sa odstránili sezónne výkyvy v predaji. Podnik sa tiež postupne snaží obnovovať svoj strojový park, no je to veľmi náročné a nákladné, keďže neustále prichádzajú nové stroje, zariadenia a technologické postupy. (Jančovičová, 2013)

7.1.2 Vymedzenie relevantného trhu

Jedným z krokov strategickej analýzy je jednoznačné vymedzenie relevantného trhu oceňovaného podniku. Relevantný trh podniku XY, a.s. určíme ako veľkosť dopytu po hutníckom a stavebnom materiáli. Z hľadiska územia predstavuje trh celé Slovensko. Zákazníci sú strojárne a stavebné firmy, ku konkurentom radíme iné veľkoobchody ako aj maloobchody s hutníckym a stavebným materiálom.

Pre určenie veľkosti relevantného trhu budú použité dáta Štatistického úradu SR, vychádzajúce zo štatistickej klasifikácie ekonomických činností SK – NACE. Hlavná činnosť podniku je zaradená do divízie 46 Veľkoobchod, okrem motorových vozidiel a motocyklov, do skupiny 46.7 Ostatný špecializovaný veľkoobchod a podtriedy 46.74.0 Veľkoobchod so železiarskym a inštalatérskym tovarom a vykurovacími zariadeniami a potrebami. Keďže štatistický úrad poskytuje informácie do úrovne skupiny, tržby skupiny 46.7 Ostatný špecializovaný veľkoobchod, predstavujú veľkosť relevantného trhu oceňovaného podniku.

Tab. 2. Veľkosť a tempo rastu relevantného trhu (Štatistický úrad SR, ©2015)

Rok	Relevantný trh	Tempo rastu	Priemerné tempo rastu
2009	4 956 717 110		
2010	5 792 584 375	16,86%	
2011	6 155 613 206	6,27%	7,44%
2012	6 508 295 281	5,73%	
2013	6 567 314 111	0,91%	

7.1.3 Analýza atraktivity trhu

Mařík (2011, s. 66) vo svojej knihe poskytuje pomocnú tabuľku k analýze atraktivity trhu. Výslednú atraktivitu stanovíme pomocou vybraných kritérií a váh im určených.

- **Rast trhu** – Trh danej odvetvovej skupiny bol silno ovplyvnený hospodárskou krízou, keď tržby skupiny v roku 2009 klesli o takmer 33% oproti roku 2008. Odvtedy tržby rastú, no ich rast sa spomaľuje. Do budúca sa dá predpokladať mierny rast relevantného trhu, vyplývajúci z rastu slovenskej ekonomiky, stavebníctva a strojárstva.
- **Veľkosť trhu** – Veľkosť trhu je daná podielom tržieb skupiny 46.7, teda relevantného trhu, na tržbách celej divízie 46 Veľkoobchod, okrem motorových vozidiel a motocyklov. Ako vyplýva z tabuľky (Tab.3.), tržby skupiny predstavujú cca štvrtinu tržieb celej divízie. Nakoľko má divízia 46 až 8 skupín, môžeme podiel skupiny 46.7 považovať za pomerne veľký.

Tab. 3. Podiel tržieb relevantného trhu na tržbách skupiny 46 (Štatistický úrad SR, ©2015)

Rok	Tržby divízie 46	Tržby skupiny 46.7	Podiel tržieb skupiny 46.7 na tržbách divízie 46
2008	31 033 152 095	7 373 443 404	23,76%
2009	22 703 472 056	4 956 717 110	21,83%
2010	23 300 304 677	5 792 584 375	24,86%
2011	23 116 259 146	6 155 613 206	26,63%
2012	23 926 766 036	6 508 295 281	27,20%
2013	24 499 086 041	6 567 314 111	26,81%

- **Intenzita konkurencie** - Konkurencia na trhu je pomerne veľká. Predstavujú ju malé podniky, ktoré opracúvajú kovové materiály, ako aj veľkí dodávatelia hutníckeho materiálu. Spoločnosť však patrí v súčasnosti k hlavným lídrom v predaji hutníckeho materiálu na Slovensku. Kvalita, prijateľné ceny a kompletný servis robia

Analyzovaný trh teda dosiahol 53 bodov z maximálneho možného počtu 96, čo je 55,2%. Na základe tohto výsledku môžeme považovať atraktivitu trhu za priemernú. Z analýzy sme tiež zistili, že sa jedná o veľký trh s priemerným rastom a rentabilitou, k hrozbám akurát patria možné výkyvy v hospodárskom cykle.

7.1.4 Prognóza vývoja trhu

Východiskom pre odhad budúceho vývoja tržieb relevantného trhu, je určiť faktory, ktorého ovplyvňujú. Skúmaný bol celkový hospodársky vývoj ekonomiky prezentovaný HDP s jeho predikciou očakávanou Ministerstvom financií SR a priemerný počet zamestnaných vo veľkoobchode.

Tab. 5. Vývoj faktorov pôsobiacich na veľkosť relevantného trhu (vlastne spracovanie podľa Ministerstva financií SR, 2014)

		HDP		Priemerný počet zamestnaných vo veľkoobchode		Relevantný trh	
		v mil. eur	Tempo rastu	ks	Tempo rastu	v mil. eur	Tempo rastu
Minulosť	2009	63798,90		122 915		4956,72	
	2010	67204,00	5,34%	108 969	-11,35%	5792,58	16,86%
	2011	70159,80	4,40%	108 331	-0,59%	6155,61	6,27%
	2012	72184,70	2,89%	107 685	-0,60%	6508,30	5,73%
	2013	73593,20	1,95%	107 310	-0,35%	6567,31	0,91%
Predikcia	2014	75115,91	2,07%				
	2015	77915,95	3,73%				
	2016	82158,97	5,45%				
	2017	86656,79	5,47%				

Korelačnou analýzou bola skúmaná závislosť relevantného trhu ako vysvetľovanej premennej na makroekonomických ukazovateľoch - HDP v bežných cenách a priemerný počet zamestnancov vo veľkoobchode, vysvetľujúce premenné.

Correlation matrix			
	Relevantný trh	HDP	Zamestnanosť
Relevantný trh	1	0,983455593	-0,922245
HDP	0,983455593	1	-0,846963943
Zamestnanosť	-0,922245	-0,846963943	1

Obr. 3. Korelačná matica z programu XL Statistic (vlastné spracovanie)

Z korelačnej matice je zrejmé, že najväčšia priama závislosť je medzi tržbami relevantného trhu a HDP, predstavovaná Pearsonovým koeficientom 0,98. Aj pri teste tohto koeficientu sa potvrdila jeho významnosť. Hrubý domáci produkt si vyberáme teda ako vysvetľujúcu premennú aj preto, že zo vzájomných korelačných koeficientov nezávislých premenných vyplýva nemožnosť využitia viac ako jedného regresoru v regresnej funkcii.

Tab. 6. Prognóza relevantného trhu (vlastné spracovanie)

		Relevantný trh			Teoretické hodnoty				
		v mil. eur	Tempo rastu	HDP (lin. f.)	Tempo rastu	HDP (Kvadr. f.)	Tempo rastu	HDP (Moc. f.)	Tempo rastu
Minulosť	2009	4956,72		5051,02		4610,12		5406,02	
	2010	5792,58	16,86%	5609,46		5345,53		5986,96	
	2011	6155,61	6,27%	6094,21		5795,88		6514,80	
	2012	6508,30	5,73%	6426,29		6003,54		6889,02	
	2013	6567,31	0,91%	6657,28		6099,63		7155,37	
Predikcia	2014			6907,01	3,75%	6384,23	4,67%	7448,89	4,10%
	2015			7366,22	6,65%	6146,79	-3,72%	8003,73	7,45%
	2016			7897,75	7,22%	5911,78	-3,82%	8881,73	10,97%
	2017			8453,09	7,03%	5360,24	-9,33%	9861,35	11,03%
Priemerný rast			7,44%		6,16%		-0,03%		8,39%
Koeficient determinácie				0,967		0,994		0,961	

Lineárna a mocninná závislosť na HDP poskytujú veľmi pozitívne prognózy, ktoré sú aj štatisticky na rovnakej úrovni. Prikloníme sa však ku kvadratickej závislosti relevantného trhu na HDP, ktorá vykazuje najvyšší koeficient determinácie a prognózu tržieb dopočítame na základe funkcie:

$$Trh = -0,00001 \times HDP^2 + 1,526 \times HDP - 52044$$

7.2 Analýza konkurenčnej sily podniku a jeho vnútorného potenciálu

Ďalším krokom strategickej analýzy je analýza konkurenčnej sily oceňovaného podniku a jeho vnútorného potenciálu. Cieľom tejto časti je odhadnúť vývoj tržných podielov podniku do budúcnosti.

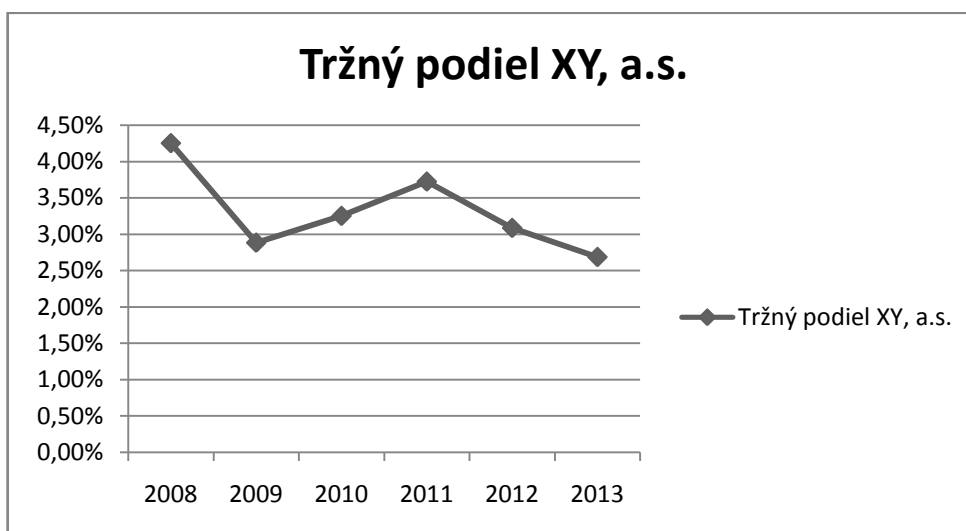
7.2.1 Stanovenie tržného podielu oceňovaného podniku

Podiel celkových tržieb spoločnosti XY na tržbách relevantného trhu bol najväčší v predkrízovom roku 2008, predstavoval až 4,25%. V ďalšom období klesol, medzi rokmi 2010

až 2012 si spoločnosť udržiavala stabilný podiel nad úrovňou 3%. V roku 2013 podiel klesol pod 3% na 2,69%, keďže klesala aj hodnota tržieb z predaja tovaru.

Tab. 7. Vývoj tržného podielu XY, a.s. (Štatistický úrad SR, ©2015, Výročné správy XY, a.s.)

Rok	Relevantný trh	Tržby XY, a.s.	Tržný podiel XY, a.s.
2008	7 373 443 404	313 517 825	4,25%
2009	4 956 717 110	142 927 256	2,88%
2010	5 792 584 375	188 348 075	3,25%
2011	6 155 613 206	229 196 988	3,72%
2012	6 508 295 281	200 851 338	3,09%
2013	6 567 314 111	176 421 891	2,69%



Obr. 4. Vývoj tržného podielu podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)

7.2.2 Identifikácia hlavných konkurentov

Na slovenskom trhu s predajom hutníckeho a stavebného materiálu pôsobí veľmi veľa firiem. No za najväčších konkurentov podnik XY, a.s. pokladá firmy Feron Slovakia a.s. a ThyssenKrupp Ferostav, s.r.o.

Nasledujúca tabuľka (Tab.8.) porovnáva hospodárenie podniku XY s konkurenciou v roku 2012 pomocou vybraných pomerových ukazovateľov finančnej analýzy. Možeme vidieť, že analyzovaná spoločnosť v tomto roku dosahovala najvyššiu rentabilitu vlastného kapitálu, keďže ostatné podniky vykazovali stratu. Tiež je najmenej zadlžená a nemá problém s platením úrokov, aj záväzky uhrádza najrýchlešie - do mesiaca. Naopak v porovnaní s konkurenciou zaostáva v oblasti likvidity a za pohľadávky dostáva

v priemere zaplatené až za viac ako 103 dní. Môže za to najmä vysoký stav pohľadávok po splatnosti.

Tab. 8. Pomerové ukazovatele podniku XY, a.s. a konkurencie (vlastné spracovanie)

Ukazovateľ	XY, a.s.	FERONA Slovakia, a.s.	ThyssenKruppFerstav, spol. s r.o.
Rentabilita vlastného imania (ROE)	4,57%	-7,92%	-8,00%
Bežná likvidita	0,000	0,845	0,951
Celková zadlženosť	53,21%	77,09%	87,82%
Úrokové krytie	2,668	-0,286	0,504
Doba obratu pohľadávok	103,102	5,288	56,364
Doba obratu záväzkov	26,435	64,543	114,287

7.2.3 Analýza vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily oceňovaného podniku

Aby bolo možné odhadnúť, či podnik do budúca svoj podiel na trhu udrží alebo prípadne zvýši je nutné posúdiť jeho konkurenčnú silu, resp. silu v tých stránkach svojej činnosti, ktoré sú pre rozdelenie tržných podielov rozhodujúce. Základnou metódou je analýza hlavných faktorov, ktoré tržné podiely ovplyvňujú. Tieto faktory sa delia na priame a nepriame.

ANALÝZA NEPRIAMYCH FAKTOROV

a) Manažéri a riadenie podniku

Tab. 9. Hodnotenie kvality managementu (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)

Kritérium	Zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie						Dobré hodnotenie	
		0	1	2	3	4	5		6
Schopnosť tvoriť vízie	Žiadna					X			Vedenie má jasnú víziu
Schopnosť tvoriť stratégie	Žiadna					X			Vedenie má jasnú stratégiu
Schopnosť prognózovať	Zlá				X				Mimoriadna
Schopnosť oceniť šance a rizika	Optimistické ciele				X				Realistické pohľady
Plánovanie bežnej činnosti	Žiadne					X			Pravidelné
Štýl vedenia, hodnoty	Nejasné kompetencie						X		Jasná kompetencia a hodnoty
Osobná kvalifikácia	Nedostatočná						X		Vysoko kvalifikovaný
Schopnosť sa učiť	Strnulosť v minulom					X			Vysoká, záujem o nové
Schopnosť rozhodovať	Váhavosť pri rozhodovaní					X			Schopnosť rýchlo nájsť riešenie
Vyváženosť tech. a eko. hľadísk	Jednostrannosť						X		Ovláda obe oblasti
Celkovo		0	0	0	6	20	15	0	41

Celkový počet bodov: 41

Priemerný počet bodov: $41/10 = 4,1$

Kvalitu managementu v oceňovanom podniku môžeme hodnotiť nadpriemerne.

b) Výkonný personál oceňovaného podniku

Tab. 10. Hodnotenie personálnej situácie (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)

Kritérium	Zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie							Dobré hodnotenie	
		0	1	2	3	4	5	6		
A. Kvalifikácia a fluktuácia										
Závislosť na kľúčových odbornostiach	Vysoká závislosť na pracovníkoch so špecif. odbornosťou					X				Prevádzka nevyžaduje špec. odbornosť
Kvalifikácia personálu	Nedostatočne kvalif. personál							X		Dostatočná kvalif. personálu
Nebezpečenstvo fluktuácie kľúčových osôb	Vysoká fluktuácia							X		Nízka fluktuácia
B. Klíma v podniku										
Všeob. hodnotenie klímy	Napätá atmosféra							X		Spokojnosť
Ochota k výkonom pre firmu	Minimálna ochota				X					Iniciatívnosť
C. Osobné náklady										
Relatívny vývoj os. nákladov	Náklady sa vyvíjajú podľa produktivity práce					X				Náklady sa vyvíjajú primerane
Náklady na školení	Minimálne					X				Vysoké
Celkovo		0	0	0	3	12	15	0		30

Celkový počet bodov: 30

Priemerný počet bodov: $30/7 = 4,3$

Aj situáciu v personálnej oblasti môžeme hodnotiť ľahko nadpriemerne.

c) Dlhodobý majetok a investície

Tab. 11. Hodnotenie DM a investícií (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)

Kritérium	Zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie							Dobré hodnotenie	
		0	1	2	3	4	5	6		
Primeranosť kapacít	Nedostatočné alebo nevyužité kapacity					X				Kapacity optimálne využité
Technická úroveň DM	Veľmi zastaralá				X					Modernejšie ako u konkurencie
Stav údržby	Nedostatočná údržba					X				Dôkladná údržba
Fundovanosť posudzovania investícií	Rozhodovanie "od oka"					X				Štandardné kritéria

Investičný controlling	Žiadne prvky controllingu			X				Priebežná kontrola a hodnotenie
Primeranosť investícií	Nedostatočná investičná činnosť			X				Primeraná investičná činnosť
Celkovo		0	0	2	6	12	0	0
								20

Celkový počet bodov: 20

Priemerný počet bodov: $20/6 = 3,3$

Stav dlhodobého majetku oceňovaného podniku a investície hodnotíme priemerne.

d) Priame faktory a celkové vyhodnotenie

V nasledujúcej tabuľke (Tab.12.) sú zhrnuté výsledky predchádzajúcich analýz nepriamych faktorov konkurenčnej sily a ohodnotenú faktory priame. Maximálny možný počet bodov, ktorý je možné získať je 72.

Tab. 12. Konkurenčná sila podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)

	Kritérium	Hodnotenie						
		Konkurencia má prevahu		Priemer			Podnik má prevahu	
		0	1	2	3	4	5	6
Priame faktory	Kvalita výrobkov a služieb						X	
	Technická úroveň výrobku					X		
	Cenová úroveň						X	
	Intenzita reklamy					X		
	Výhody miesta				X			
	Výhody distribúcie						X	
	Image firmy					X		
	Servis a služby						X	
Nepriame faktory	Kvalita managementu					X		
	Výkonný personál					X		
	Majetok a investície				X			
	Finančná situácia					X		
Celkovo	0	0	0	6	24	20	0	

Podnik XY, a.s. v analýze konkurenčných síl dosiahol 50 zo 72, čo je 69,4%. Z toho vyplýva, že podnik má miernu výhodu oproti konkurencii. Medzi jeho najväčšie konkurenčné výhody patrí vysoká kvalita výrobkov a ponúkaných služieb, prijateľná cena, distribúcia tovaru priamo k zákazníkovi a moderne vybavené serviscentrá. Naopak priestor na zlepše-

nie má podnik v oblasti investícií, ich controllingu a spätného vyhodnocovania. Dlhodobý majetok tiež nepatrí k najmodernejším, z necelej polovice je už odpísaný.

Z uvedených dôvodov, môžeme teda predpokladať, že tržný podiel spoločnosti by mohol mierne rásť v najbližšej budúcnosti, znova prekročiť 3% a priblížiť sa tak k predkrízovej úrovni.

Tab. 13. Predikcia tržného podielu podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)

	Rok	Tržný podiel XY, a.s.
Minulosť	2008	4,25%
	2009	2,88%
	2010	3,25%
	2011	3,72%
	2012	3,09%
	2013	2,69%
Predikcia	2014	2,81%
	2015	2,99%
	2016	3,28%
	2017	3,69%

7.3 Perspektívnosť podniku a prognóza tržieb

Perspektívnosť podniku XY, a.s. je daná atraktívnosťou trhu, na ktorom sa pohybuje a konkurenčnou silou, ktorou sa vyznačuje. Ako vyplynulo z predchádzajúcich analýz podnik XY, a.s. dosiahol tieto výsledky:

Atraktivita trhu: 55,2%

Konkurenčná sila: 69,4%

Podľa upravenej „bostonskej“ matice, ktorú uvádza autor Mařík (2011, s. 93) a na základe dosiahnutých výsledkov, môžeme oceňovanú spoločnosť hodnotiť ako podnik s prijateľnou až dobrou perspektívou. Má teda zmysel pristúpiť k vlastnej prognóze tržieb podniku.

Tempo rastu tržieb podniku pre budúce roky odvodíme z prognózy rastu relevantného trhu a zmien tržného podielu podniku.

$$\text{Tempo rastu tržieb} = (\text{Index rastu trhu} \times \text{Index zmeny tržného podielu}) - 1$$

Tab. 14. Prognóza tržieb podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)

	Rok	Relevantný trh v mil. eur	Tempo rastu trhu	Tržný po- diel XY	Tempo rastu tržieb XY	Tržby XY v celých eurách
Minulosť	2009	4956,72	-	2,88%	-	142 927 256
	2010	5792,58	16,86%	3,25%	31,78%	188 348 075
	2011	6155,61	6,27%	3,72%	21,69%	229 196 988
	2012	6508,30	5,73%	3,09%	-12,37%	200 851 338
	2013	6567,31	0,91%	2,69%	-12,16%	176 421 891
Predikcia	2014	6384,23	-2,79%	2,81%	1,69%	179 396 782
	2015	6146,79	-3,72%	3,10%	6,22%	190 550 397
	2016	5911,78	-3,82%	3,42%	6,10%	202 182 990
	2017	5360,24	-9,33%	3,90%	3,40%	209 049 350

Priemerné tempo rastu tržieb podniku XY, a.s. v rokoch 2009 až 2013 bolo 7,23%, to aj napriek tomu, že v rokoch 2012 a 2013 tržby podniku klesli. V týchto rokoch sa spomaľoval tiež rast relevantného trhu a klesal tržný podiel podniku. Priemer dvíhal najmä rok 2010, kedy tržby podniku narástli o takmer 32% oproti predchádzajúcemu obdobiu poznačenému hospodárskou krízou. Priemerné tempo rastu tržieb podniku pre prognózované obdobie 2014 – 2017 sa odhaduje na úrovni 4,35%, za predpokladu daného vývoja relevantného trhu a tržného podielu podniku.

8 FINANČNÁ ANALÝZA PODNIKU XY, A.S.

Ocenenie podniku sa neobíde bez posúdenia finančného zdravia podniku na základe finančnej analýzy. Je potrebné zistiť, či v minulosti alebo súčasnosti podnik nemal závažné finančné problémy, ktoré by mohli ohroziť perspektívnosť podniku. Finančná analýza tak dopĺňa predbežný výrok o perspektívnosti spoločnosti vychádzajúci zo strategickej analýzy, tiež napomáha stanoviť riziká podniku.

Analyzované bude obdobie 2009 – 2013, vychádzať budeme z výročných správ podniku XY, a.s.

8.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

8.1.1 Analýza majetkovej štruktúry

Celková bilančná suma oceňovanej spoločnosti bola najvyššia v roku 2010 kedy predstavovala viac ako 132 mil. eur. Odvtedy klesala až na 116 mil. eur v roku 2013. Z jednej štvrtiny túto sumu tvorí neobežný majetok, z troch štvrtín obežný majetok. Tento pomer je v sledovaných rokoch stály a je typický pre prevažne obchodné podniky.

Neobežný majetok je tvorený najmä dlhodobým hmotným majetkom. Spoločnosť každoročne predáva a nakupuje nehmotný majetok za milióny eur. V roku 2011 zaznamenala spoločnosť najväčší prírastok hmotného majetku viac ako 13%, nakoľko významne investovala do rozšírenia strojového parku. Nakúpila nové lisy, žeriavy, automobily, nový sklad a otvorila tiež ďalšiu pobočku. Hmotný majetok je zo 40% už odpísaný, spoločnosť majetok odpisuje lineárne.

Významnou zložkou obežných aktív sú zásoby a to hlavne tovar a materiál. Stav zásob najvýraznejšie vzrástol v roku 2010. Mohli za to nízke ceny hutníckeho materiálu a ich očakávaný rast do budúcnosti. Krátkodobé pohľadávky predstavujú 40 – 50% celkových aktív, no veľká časť pohľadávok je po splatnosti. Veľké zmeny v čase zaznamenali finančné účty, tie však tvoria len malú časť celkových aktív. (Jančovičová, 2013)

Tab. 15. Majetková štruktúra XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
SPOLU MAJETOK	111 272 774	132 016 523	130 152 542	120 410 349	116 414 022
Neobežný majetok	29 311 620	28 193 663	31 632 935	30 431 722	31 455 922
DNM	66 559	45 800	170 771	204 351	148 146
DHM	29 245 061	27 346 708	30 978 043	30 227 371	27 714 393

DFM	0	801 155	484 121	0	3 593 383
Obežný majetok	81 899 663	103 335 185	98 421 297	89 863 988	84 253 279
Zásoby	29 418 643	39 226 954	34 041 239	31 101 380	36 675 871
Dlhodobé pohľadávky	2 041 542	1 900 450	1 070 899	759 995	594 982
Krátkodobé pohľadávky	49 938 026	54 641 261	63 067 552	57 522 777	46 816 030
Finančné účty	501 452	7 566 520	241 607	479 836	166 396
Časové rozlíšenie	61 491	487 675	98 310	114 639	704 821

Tab. 16. Horizontálna a vertikálna analýza majetkovej štruktúry XY (vlastné spracovanie)

v %	2009	2010	2011	2012	2013	09/10	10/11	11/12	12/13
SPOLU MAJETOK	100	100	100	100	100	18,6	-1,4	-7,5	-3,3
Neobežný majetok	26,3	21,4	24,3	25,3	27,0	-3,8	12,2	-3,8	3,4
DNM	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	-31,2	272,9	19,7	-27,5
DHM	26,3	20,7	23,8	25,1	23,8	-6,5	13,3	-2,4	-8,3
DFM	0,0	0,6	0,4	0,0	3,1	-	-39,6	-100	-
Obežný majetok	73,6	78,3	75,6	74,6	72,4	26,2	-4,8	-8,7	-6,2
Zásoby	26,4	29,7	26,2	25,8	31,5	33,3	-13,2	-8,6	17,9
Dlhodobé pohľadávky	1,8	1,4	0,8	0,6	0,5	-6,9	-43,7	-29,0	-21,7
Krátkodobé pohľadávky	44,9	41,4	48,5	47,8	40,2	9,4	15,4	-8,8	-18,6
Finančné účty	0,5	5,7	0,2	0,4	0,1	1408,9	-96,8	98,6	-65,3
Časové rozlíšenie	0,1	0,4	0,1	0,1	0,6	693,1	-79,8	16,6	514,8

8.1.2 Analýza finančnej štruktúry

Kapitál spoločnosti v roku 2013 zo 46% tvorilo vlastné imanie a z 54% záväzky. Ako je zrejmé z horizontálnej analýzy, tento pomer sa stále viac vyrovnáva.

Základné imanie podniku sa v pozorovaných rokoch vôbec nemenilo. Čo sa týka hospodárenia, spoločnosť v roku 2009 vykazovala stratu takmer 9 mil. eur. Za túto stratu môže fakt, že veľkoboobchod s hurnickým a stavebným materiálom musí udržiavať vysoký stav zásob. V roku 2009 cena týchto zásob významne klesla ako prejav celosvetovej hospodárskej krízy a firma ich bola nútené predávať s nízkou maržou, resp. pod výrobnú cenu. V ďalších rokoch už dosahovala zisk, najvyšší vykázala spoločnosť v roku 2010 a to 12 766 686 €, odvtedy zisk každým rokom výrazne klesal a v roku 2013 predstavuje už len pol milióna eur. Dosiahnutý zisk si spoločnosť ponecháva a prevádza ho na účet nerozdelených ziskov minulých rokov. VH minulých rokov v roku 2013 tvorí 39,3% celkových pasív.

Zanedbateľnú časť záväzkov predstavujú rezervy, ktoré spoločnosť vytvára hlavne na súdne spory o zaplatenie. Pokiaľ ide o krátkodobé záväzky, tie v roku 2010 vzrástli o 54,25% a následne klesali. Táto skutočnosť spolu s vývojom výsledku hospodárenia svedčí o tom, že rok 2010 bol pre podnik veľmi úspešný z hľadiska zákaziek. Ďalšou výraznou zložkou pasív sú bankové úvery. Oceňovaný podnik nevyužíva dlhodobé bankové úvery. Na financovanie prevádzkových a investičných potrieb využíva XY, a.s. predovšetkým lacnejšie krátkodobé úvery a k dispozícii má tiež 11 kontokorentných úverov v rôznych menách. V roku 2013 bežné bankové úvery predstavovali viac ako 36% vlastného imania a záväzkov spolu. (Jančovičová, 2013)

Tab. 17. Finančná štruktúra XY, a. s. (Výročné správy XY, 2009-2013)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY	111 272 774	132 016 523	130 152 542	120 410 349	116 414 022
Vlastné imanie	41 987 383	53 890 189	55 510 225	56 157 764	53 949 889
Základné imanie	8 374 501	8 374 501	8 374 501	8 374 501	8 374 501
Kapitálové fondy	4 292 903	3 429 023	2 954 403	1 071 932	-697 734
Zákonný rezervný fond	628 498	628 498	0	0	0
VH minulých rokov	37 560 270	28 691 481	40 093 513	44 145 216	45 711 330
VH za účtovné obdobie	-8 868 789	12 766 686	4 087 808	2 566 115	561 792
Záväzky	68 979 090	77 925 748	74 419 716	64 075 906	62 288 702
Rezervy	840 036	785 420	1 226 314	837 854	1 601 523
Dlhodobé záväzky	1 233 195	1 435 384	1 784 581	2 013 521	2 497 821
Krátkodobé záväzky	17 714 268	27 325 050	18 490 414	14 748 826	16 080 856
Krátkodobé fin. výpomoci	0	82	0	0	0
Bankové úvery	49 191 592	48 379 812	52 918 407	46 475 705	42 108 502
- BÚ dlhodobé	0	0	0	0	0
- Bežné BÚ	49 191 592	48 379 812	52 918 407	46 475 705	42 108 502
Časové rozlíšenie	306 301	200 586	222 601	176 679	175 431

Tab. 18. Horizontálna a vertikálna analýza finančnej štruktúry XY (vlastné spracovanie)

v %	2009	2010	2011	2012	2013	09/10	10/11	11/12	12/13
SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY	100	100	100	100	100	18,6	-1,4	-7,5	-3,3
Vlastné imanie	37,7	40,8	42,7	46,6	46,3	28,3	3,0	1,2	-3,9
Základné imanie	7,5	6,3	6,4	7,0	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitálové fondy	3,9	2,6	2,3	0,9	-0,6	-20,1	-13,8	-63,7	-165,1
Zákonný rezervný fond	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-100	0,0	0,0
VH minulých rokov	33,8	21,7	30,8	36,7	39,3	-23,6	39,7	10,1	3,5
VH za účtovné obdobie	-8,0	9,7	3,1	2,1	0,5	244,0	-68,0	-37,2	-78,1
Záväzky	62,0	59,0	57,2	53,2	53,5	13,0	-4,5	-13,9	-2,8
Rezervy	0,8	0,6	0,9	0,7	1,4	-6,5	56,1	-31,7	91,1

Dlhodobé záväzky	1,1	1,1	1,4	1,7	2,1	16,4	24,3	12,8	24,1
Krátkodobé záväzky	15,9	20,7	14,2	12,2	13,8	54,3	-32,3	-20,2	9,0
Krátkodobé fin. výpomoci	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-100,	0,0	0,0
Bankové úvery	44,2	36,6	40,7	38,6	36,2	-1,7	9,4	-12,2	-9,4
- BÚ dlhodobé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Bežné BÚ	44,2	36,6	40,7	38,6	36,2	-1,7	9,4	-12,2	-9,4
Časové rozlíšenie	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	-34,5	11,0	-20,6	-0,7

8.1.3 Analýzy výnosov

Výnosy podniku XY, a.s. najskôr v rokoch 2009-2011 prudko rástli o 31%, resp. 20%. V ďalších obdobiach naopak klesali. Tento vývoj v najväčšej miere ovplyvnili tržby z predaja tovaru, ktoré predstavujú tri štvrtiny celkových výnosov. Väčšina tržieb bola generovaná na domácom trhu a najväčšie tržby prinášali ploché a dlhé výrobky. Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb tvoria len štvrtinu celkových výnosov. Tento fakt, svedčí o tom, že spoločnosť sa zameriava najmä na obchodnú činnosť a v menšej miere, ale stále rastúcej, na výrobnú činnosť. Pokles celkových tržieb v roku 2012 oproti roku 2011 zapríčinil menší počet zákaziek, v tomto roku klesol aj tržný podiel spoločnosti. Ostatné výnosy nemajú významný vplyv na výsledok hospodárenia.

Tab. 19. Vývoj výnosov spoločnosti XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z predaja tovaru	112 741 013	144 715 289	171 201 429	160 530 810	131 228 869
Výroba	30 703 716	44 534 368	57 741 512	40 520 395	46 422 362
- Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	30 186 243	43 632 786	57 995 559	40 320 528	45 193 022
- Zmena stavu vnútroorganizačných zásob	462 403	868 059	-283 201	163 713	1 201 637
- Aktivácia	55 070	33 523	29 154	36 154	27 703
Tržby z predaja DM a materiálu	200 097	1 089 840	1 846 946	1 781 873	1 999 239
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	2 583 209	2 686 750	2 311 119	3 954 887	1 958 294
Výnosy z precenenia CP a výnosy z derivátových operácií	283	17 442	67 935	44 786	6 506
Výnosové úroky	480 483	517 569	436 642	286 659	163 345
Kurzové zisky	1 061 643	1 484 660	1 341 108	1 342 233	759 928
Ost. výnosy z fin. činnosti	708 831	60 879	145 685	784	535
Mimoriadne výnosy	0	0	0	0	0
VÝNOSY	148 479 275	195 106 797	235 092 376	208 462 427	182 539 078

Tab. 20. Horizontálna a vertikálna analýza výnosov (vlastné spracovanie)

v %	2009	2010	2011	2012	2013	09/10	10/11	11/12	12/13
Tržby z predaja tovaru	75,9	74,1	72,8	77,0	71,8	28,3	18,3	-6,2	-18,2
Výroba	20,6	22,8	24,5	19,4	25,4	45,0	29,6	-29,8	14,5
- Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	20,3	22,3	24,6	19,3	24,7	44,5	32,9	-30,4	12,0
- Zmena stavu vnútroorganizačných zásob	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,6	87,7	-132,6	157,8	633,9
- Aktivácia	0,04	0,02	0,01	0,02	0,02	-39,1	-13,0	24,0	-23,3
Tržby z predaja DM a materiálu	0,1	0,5	0,7	0,8	1,1	444,6	69,4	-3,5	12,2
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	1,7	1,3	0,9	1,9	1,0	4,0	-13,	71,1	-50,4
Výnosy z precenenia CP a výnosy z derivátových operácií	0,0	0,01	0,03	0,02	0,0	6063	289,4	-34,0	-85,4
Výnosové úroky	0,3	0,2	0,1	0,1	0,09	7,7	-15,6	-34,3	-43,0
Kurzové zisky	0,7	0,7	0,5	0,6	0,4	39,8	-9,6	0,08	-43,3
Ostatné výnosy z fin. činnosti	0,4	0,03	0,06	0,0	0,0	-91,4	139,3	-99,4	-31,7
Mimoriadne výnosy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
VÝNOSY	100	100	100	100	100	31,4	20,4	-11,3	-12,4

8.1.4 Analýza nákladov

Ako si môžeme všimnúť, celkové náklady sa vyvíjali podobne ako výnosy. V období 2009-2011 prudko rástli, následne potom klesali. Za nárastom nákladov v prvom rade stálo medziročné zvýšenie nákladov vynaložených na obstaranie predaného tovaru v roku 2010 o 18% a v roku 2011 o takmer 24%, v druhom rade nárast výrobnnej spotreby o 27%, resp. 35%. Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru tvoria najpodstatnejšiu časť nákladov 65-70%.

Nakoľko ide o veľkoobchod, dôležité je aj zrovnanie obchodnej marže. V roku 2009 sa obchodná marža XY a.s. poklesom cien prepadla o viac ako 70% oproti roku 2008. V ďalšom období obchodná marža dramaticky vzrástla, v roku 2010 bola 20 510 844 € (14% z tržieb). Vyplýva to najmä z väčšieho objemu zákaziek, za ktorý spoločnosť vďaka najmä výkonnému obchodnému oddeleniu. V roku 2011 sa spoločnosti nepodarilo rast cien obstarávaného tovaru úplne premietnuť do predajných cien v záujme udržania konkurenčnej výhody a tým klesla obchodná marža na 10% tržieb. Rovnaký podiel podnik udržal do roku 2013.

Do roku 2011 sa každoročne zvyšovala aj výrobná spotreba, čo potvrdzovalo, že podnik sa čoraz viac zameriava na výrobnú činnosť a poskytovanie služieb, v roku 2012 bol tento trend pribrzdený, kedy výrobná spotreba klesla o 28%. Malou časťou nákladov sú osobné náklady, ktoré tiež každým rokom rastú. Keďže v roku 2010 klesol počet zamestnancov o 50 a v roku 2013 o 10, môžeme z toho usudzovať, že sa zamestnancom sa vtedy zvyšovali platy. (Jančovičová, 2013)

Tab. 21. Vývoj nákladov spoločnosti XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	105 191 846	124 204 445	153 652 750	145 926 884	118 546 004
Výrobná spotreba	32 843 400	41 690 527	56 381 145	40 612 955	43 275 774
- Spotreba mat. a energie	28 331 760	36 460 647	50 156 562	35 361 460	37 836 575
- Služby	4 511 640	5 229 880	6 224 583	5 251 495	5 439 199
Osobné náklady	7 186 384	8 208 132	9 187 744	9 294 527	9 435 735
Dane a poplatky	544 656	502 357	393 257	550 928	522 827
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	2 259 626	1 992 434	1 763 753	1 988 352	2 643 124
ZC predaného DM a mat.	148 629	951 993	1 569 050	1 613 202	2 821 076
Tvorba a zúčtovanie OP k pohľadávkam	5 198 984	-1 888 566	506 624	-47 501	1 125 197
Ostatné náklady na hos. čin.	1 456 616	2 193 346	3 277 637	3 139 305	1 106 743
Náklady na precenenie CP a náklady na derivátové operácie	8 520	16 994	33 574	23 726	26 860
Tvorba a zúčtovanie OP k FM	0	9 958	0	0	0
Nákladové úroky	1 334 596	1 208 604	1 487 246	961 777	659 667
Kurzové straty	1 497 938	1 524 332	1 624 416	1 309 143	801 482
Ost. náklady na fin. činnosť	219 675	243 921	168 743	139 676	112 815
Ďaň z príjmu	-542 806	1 481 634	958 629	383 338	899 982
Mimoriadne náklady	0	0	0	0	
NÁKLADY	157 348 064	182 340 111	231 004 568	205 896 312	181 977 286

Tab. 22. Horizontálna a vertikálna analýza nákladov (vlastné spracovanie)

v %	2009	2010	2011	2012	2013	09/10	10/20	11/12	12/13
Náklady vynal. na obstaranie pred. tovaru	66,8	68,1	66,5	70,8	65,1	18,0	23,7	-5,0	-18,7
Výrobná spotreba	20,8	22,8	24,4	19,7	23,7	26,9	35,2	-27,9	6,5
- Spotreba materiálu a energie	18,0	20,0	21,7	17,1	20,7	28,6	37,5	-29,5	7,0
- Služby	2,8	2,8	2,6	2,5	2,9	15,9	19,0	-15,6	3,5
Osobné náklady	4,5	4,5	3,9	4,5	5,1	14,2	11,9	1,1	1,5
Dane a poplatky	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	-7,7	-21,7	40,0	-5,1

Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	1,4	1,0	0,7	0,9	1,4	-11,8	-11,4	12,7	32,9
ZC predaného DM a mat.	0,09	0,5	0,68	0,78	1,55	540,5	64,8	2,81	74,8
Tvorba a zúčtovanie OP k pohľadávkam	3,3	-1,0	0,2	-0,02	0,62	-136	-126	-109	-2468
Ost. náklady na hos. čin.	0,93	1,20	1,42	1,52	0,61	50,5	49,4	-4,2	-64,7
Náklady na precenenie CP a náklady na derivátové operácie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	99,4	97,5	-29,3	13,2
Tvorba a zúčt. OP k FM	0,00	0,01	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
Nákladové úroky	0,8	0,6	0,6	0,4	0,3	-9,4	23,0	-35,3	-31,4
Kurzové straty	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	1,7	6,5	-19,4	-38,7
Ost. náklady na fin. čin.	0,14	0,13	0,07	0,07	0,06	11,0	-30,8	-17,2	-19,2
Ďaň z príjmu	-0,3	0,8	0,4	0,19	0,49	-372	-35,3	-60,0	134,7
Mimoriadne náklady	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
NÁKLADY	100	100	100	100	100	15,8	26,6	-10,8	-11,6

8.1.5 Analýza peňažných tokov

Vo vývoji peňažných tokov môžeme vidieť veľké výkyvy. V roku 2009 bolo CF z prevádzkovej činnosti najväčšie až 15 914 241 eur, no spoločnosť vtedy vo veľkom investovala do nových strojov, dopravných prostriedkov a nakúpila aj viacero pozemkov, na ktorých postavila administratívnu budovu, halu a dielne. A keďže aj CF z finančnej činnosti bolo záporné, spoločnosť v celku znížila svoje peňažne prostriedky. Naopak najnižšie CF z prevádzkovej činnosti bolo v roku 2011, kedy bolo aj jediný raz z pozorovaných rokov záporné. Zapríčinilo aj zdvojnásobenie pohľadávok po splatnosti a pokles záväzkov z prevádzkovej činnosti. Od toho roku zase podnik znova dosahoval kladné peňažné toky z prevádzkovej činnosti. Čisté peňažné toky z investičnej a finančnej činnosti boli v každom roku záporné. (Jančovičová, 2013)

Tab. 23. Vývoj peňažných tokov spoločnosti XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
Čisté peň. toky z prevádz. čin.	15 914 241	9 456 078	-3 152 332	3 039 798	6 976 184
Čisté peň. toky z investičnej činnosti	-10 848 975	-738 568	-1 706 799	-2 657 404	-4 519 957
Čisté peň. toky z finančnej činnosti	-5 595 116	-1 652 442	-2 465 782	-144 165	-2 769 667
Čisté zvýšenie alebo zníženie PP	-529 850	7 065 068	-7 324 913	238 229	-313 440

8.2 Analýza pomerových ukazovateľov

8.2.1 Analýza likvidity

Čo sa týka likvidity spoločnosti, tá je nižšia ako doporučené hodnoty, no pozitívne môžeme hodnotiť, že s časom sa situácia zlepšuje. Bežná likvidita počítaná s celkovými pohľadávkami v roku 2013 už takmer dosahuje doporučenú hranicu 1,5. Skutočná likvidita je však veľmi ovplyvnená výškou pohľadávok po splatnosti. Pohľadávky po splatnosti v roku 2011 predstavovali viac ako polovicu celkových pohľadávok. V ďalších rokoch po prijatí opatrení podporujúcich prevenciu pred nesolventnými odberateľmi, pohľadávky po splatnosti klesali. Keď teda berieme do úvahy pohľadávky po splatnosti a z výpočtov ich vylúčime, hodnoty bežnej a pohotovej likvidity klesnú. Napriek týmto číslam, XY a.s. nemala vážne platobné ťažkosti, mohla sa oprieť o pomerne likvidné zásoby a kontokorentné úvery v rôznych menách (EUR, CZK, PLN). Navyše podiel čistého pracovného kapitálu na obežnom majetku predstavuje viac ako 30%, čo znamená, že spoločnosť má k dispozícii akúsi finančnú rezervu. Krátkodobé záväzky sú totiž nižšie ako obežný majetok, ktorý slúži k ich financovaniu. (Jančovičová, 2013)

Tab. 24. Ukazovatele likvidity spoločnosti XY a.s. (vlastné spracovanie)

Likvidita	2009	2010	2011	2012	2013
Pohľadávky po splatnosti	18 974 788	20 487 315	32 319 873	21 562 387	19 071 321
- podiel na celkových pohľadávkach	36,50%	36,23%	50,39%	37,00%	40,23%
Bežná likvidita s celk. pohľadávkami	1,224	1,365	1,378	1,468	1,448
Bežná likvidita bez pohl. po splatnosti	0,940	1,094	0,926	1,116	1,120
Pohotová lik. bez pohl. po splatnosti	0,470	0,551	0,434	0,595	0,480
Hotovostná likvidita	0,007	0,100	0,003	0,008	0,003
Podiel ČPK na OA	18,31%	26,74%	27,45%	31,87%	30,94%

8.2.2 Analýza zadlženosti

Celková zadlženosť spoločnosti sa pohybuje pri hornej hranici doporučeného intervalu 30 – 60% pričom medziročne mierne klesala a posledné 2 roky sa držala na úrovni 53%. Pomer dlhodobých cudzích zdrojov k celkovým cudzím zdrojom v roku 2013 predstavoval necelých 7%. Zdôrazňuje to, že spoločnosť využíva prevažne krátkodobé bankové úvery a kontokorentné úvery a nečerpá žiadny dlhodobý úver. Z ukazovateľa úrokové krytie vyplýva, že okrem roku 2009, kedy podnik nedosahoval zisk pred zdanením a úrokmi, bola spoločnosť schopná generovať dostatočný EBIT na splácanie úrokov veriteľom a ostával aj na daň a na čistý zisk pre vlastníkov. Ukazovateľ v roku 2010 výrazne prekročil odporúča-

nú hodnotu 5, od roku 2011 však opäť pod ňu klesol. Spoločnosť XY a.s. dodržiava zlaté pravidlo financovania, tým že dlhodobé zdroje pokrývali celý dlhodobý majetok a aj časť obežných aktív v celom sledovanom období. Podnik je teda finančne stabilný, o čom tiež svedčí výška čistého pracovného kapitálu, ktorá tvorí dostatočnú finančnú rezervu pre operatívne riadenie obežných aktív a krátkodobých záväzkov. Jedná sa o konzervatívnu stratégiu financovania. (Jančovičová, 2013)

Tab. 25. Ukazovatele zadlženosti spoločnosti XY, a.s.

Zadlženosť	2009	2010	2011	2012	2013
Celková zadlženosť	61,99%	59,03%	57,18%	53,21%	53,51%
Miera zadlženosti	1,64	1,45	1,34	1,14	1,15
Dlhodob. cudzie zdroje/Cudzie zdroje	3,01%	2,85%	4,05%	4,45%	6,58%
Úrokové krytie	-6,05	12,79	4,39	4,07	3,22
Krytie dlhodobého majetku VI	1,43	1,91	1,75	1,85	1,72
Krytie dlhodob. majetku dlhodob. zdrojmi	1,50	1,99	1,85	1,94	1,85

8.2.3 Analýza rentability

Rentabilita spoločnosti XY a.s. sa pochopiteľne vyvíja podľa čistého zisku, resp. zisku pred zdanením a úrokmi. V roku 2009 bola záporná, keďže podnik vykazoval stratu, v roku 2010 bola naopak najvyššia.

Na radosť vlastníkov rentabilita vlastného imania v roku 2010 dosahovala bezmála 24%, k čomu prispela hlavne vysoká obchodná marža. V období 2010-2012 môžeme podnikanie spoločnosti s prihliadnutím na riziko považovať za úspešné, pretože prinieslo svojim vlastníkom väčší výnos ako ponúkajú úročené dlhodobé vklady v bankách. To však už neplatí pre rok 2013, kedy bola rentabilita vlastného kapitálu len na úrovni 1%, za čo môže malý zisk. Rentabilita celkového kapitálu, ktorá meria produkčnú silu podniku, bola tiež v roku 2013 najnižšia od roku 2010. Znamená to, že každých 100 € celkového majetku podniku prinieslo 1,82 € zisku. (Jančovičová, 2013)

Tab. 26. Ukazovatele rentability spoločnosti XY a.s. (vlastné spracovanie)

Rentabilita	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita tržieb z EBIT (ROS)	-5,65%	8,21%	2,85%	1,95%	1,20%
Rentabilita tržieb z prevádz. VH (ROS)	-6,02%	8,06%	2,78%	1,85%	1,21%
Rentabilita celkového kapitálu (ROA)	-7,26%	11,71%	5,02%	3,25%	1,82%
Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)	-21,12%	23,69%	7,36%	4,57%	1,04%

8.2.4 Analýza aktivity

Obrat aktív spoločnosti v každom pozorovanom roku, presiahol minimálnu doporučenú hranicu 1, môžeme teda tvrdiť, že podnik využíva svoj majetok pomerne efektívne.

Aj keď doba obratu pohľadávok má až na rok 2012 klesajúcu tendenciu, stále predstavuje 95 dní. Znamená to, že spoločnosť dostáva zaplatené za svoje pohľadávky v priemere za dlhšie ako za 3 mesiace. Dochádza tak k neefektívnemu úverovaniu odberateľov a predĺženiu peňažného cyklu. Dobu obratu pohľadávok avšak zvyšujú pohľadávky po splatnosti, bez týchto pohľadávok by bola doba obratu pohľadávok o mesiac kratšia. Problémom je, že odberateľmi sú buď veľké spoločnosti s vysokou vyjednávacou silou, alebo s platobnou neschopnosťou. Obratovosť záväzkov je niekoľkonásobne vyššia, podnik splácala v poslednom roku svoje záväzky v priemere za 33 dní. Spoločnosť teda spláca svoje záväzky o 62 dní skôr ako inkasuje pohľadávky. Tento výrazný nesúlad má vplyv na likviditu podniku. (Jančovičová, 2013)

Tab. 27. Ukazovatele aktivity spoločnosti XY a.s. (vlastné spracovanie)

Aktivita	2009	2010	2011	2012	2013
Obrat aktív	1,28	1,43	1,76	1,67	1,52
Obrat dlhodobého majetku	4,88	6,68	7,25	6,60	5,61
Doba obratu zásob	74,10	74,98	53,47	55,75	74,84
Doba obratu pohľadávok	125,78	104,44	99,06	103,10	95,53
Doba obratu pohľ. bez pohľ po splatnosti	77,99	65,28	48,30	64,45	56,61
Doba obratu záväzkov	44,62	52,23	29,04	26,44	32,81

8.3 Súhrnné ukazovatele

8.3.1 Z-skóre

Z hľadiska dosiahnutých hodnôt Z-skóre, môžeme povedať, že podnik XY a.s. sa v roku 2009 nachádzala pod hranicou šedej zóny, teda v neľahkej finančnej situácii. Naozaj tomu aj tak bolo, podnik dosiahol vysokú stratu predávaním tovaru pod nákupnú cenu. No v každom ďalšom pozorovanom bola finančná situácia lepšia a hodnota Z-skóre sa nachádzala už v šedej zóne nevyhranených výsledkov. Za zlepšením stojí hlavne zvýšenie ziskovej marže a zníženie zadlženosti. (Jančovičová, 2013)

Tab. 28. Výpočet Z-skóre spoločnosti XY, a.s.(vlastné spracovanie)

Z-skóre	2009	2010	2011	2012	2013
0,717 x ČPK/A	0,0966	0,1501	0,1488	0,1705	0,1605
0,847 x Nerozdelené zisky/A	0,2859	0,1841	0,2609	0,3105	0,3326
3,107 x EBIT/A	-0,2255	0,3638	0,1560	0,1009	0,0566
0,420 x VI/Závázky	0,2557	0,2905	0,3133	0,3681	0,3638
0,998 x T/A	1,2819	1,4238	1,7575	1,6647	1,5124
Z-skóre	1,6946	2,4122	2,6364	2,6148	2,4259

8.3.2 Index IN05

Pri pohľade na výsledky indexu IN05 (tab. 29) je zrejme, že spoločnosť v roku 2009 netvorila pre svojich vlastníkov hodnotu, naopak ju ničila, keďže zisk pred úrokmi a zdanením bol záporný. Nakoľko v roku 2010 EBIT prekročil 15 miliónom eur, zvýšil sa aj index IN05 a podnik teda už tvoril hodnotu pre vlastníkov. V ďalších obdobiach s poklesom EBITu klesol podnik do šedej zóny, čo znamená, že nemá vyhranenú finančnú situáciu. (Jančovičová, 2013)

Tab. 29. Výpočet indexu IN05 spoločnosti XY a.s. (vlastné spracovanie)

IN05	2009	2010	2011	2012	2013
0,13* A/Závázky	0,2097	0,2202	0,2274	0,2443	0,2430
0,04*EBIT/Nákladové úroky	-0,2421	0,5116	0,1757	0,1627	0,1286
3,97*EBIT/A	-0,2882	0,4648	0,1993	0,1290	0,0723
0,21*Výnosy/A	0,2802	0,3104	0,3793	0,3636	0,3293
0,09*OA/Krát. závázky a BÚ	0,1102	0,1228	0,1240	0,1321	0,1303
Index IN05	0,0698	1,6298	1,1057	1,0316	0,9035

8.4 Zhrnutie finančnej situácie podniku XY a.s.

Podnik XY, a.s. v roku 2009 vykazoval vysokú stratu ako následok hospodárskej krízy. Odvtedy už podnik dosahuje zisk, ktorý však klesá. V porovnaní s najväčšími konkurentmi je však stále lepší, čo sa týka rentability a tiež je najmenej zadlžený. Určité medzery má v oblasti likvidity, ktorú negatívne ovplyvňujú pohľadávky po splatnosti. Neznamená to ale, že by mal podnik problémy s platobnou schopnosťou, keďže má k dispozícii veľa kontokorentných úverov a vysoký ČPK v podobe likvidných zásob. Podľa súhrnných ukazovateľov má podnik nevyhranenú finančnú situáciu, no nakoľko sa do budúcnosti očakáva ekonomický rast a rast tržného podielu, môžeme predpokladať going concern podniku.

9 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ

V podniku XY a.s. medzi prevádzkovo nepotrebný majetok patrí akurát dlhodobý finančný majetok v celej výške, ktorý neprináša žiadne výnosy.

Okamžitá likvidita podniku sa nachádza pod doporučenými hodnotami, preto žiadne krátkodobý finančný majetok nebude vylúčený z prevádzkovo potrebných aktív.

Tab. 30. Prevádzkovo nepotrebný majetok podniku XY a.s. (vlastné spracovanie)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
Dlhodobý finančný majetok	0	801 155	484 121	0	3 593 383

Po vylúčení prevádzkového nepotrebného majetku potom prevádzkovo nutný investovaný kapitál bude:

Tab. 31. Prevádzkovo nutný investovaný kapitál (vlastné spracovanie)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
+ DNM	66 559	45 800	170 771	204 351	148 146
+ DHM	29 245 061	27 346 708	30 978 043	30 227 371	27 714 393
Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný	29 311 620	27 392 508	31 148 814	30 431 722	27 862 539
+ Zásoby	29 418 643	39 226 954	34 041 239	31 101 380	36 675 871
+ Pohľadávky	51 979 568	56 541 711	64 138 451	58 282 772	47 411 012
+ KFM	501 452	7 566 520	241 607	479 836	166 396
+ Ostatné aktíva (ČRA)	61 491	487 675	98 310	114 639	704 821
- Krátkodobé záväzky	17 714 268	27 325 050	18 490 414	14 748 826	16 080 856
- Ostané pasíva (ČRP)	306 301	200 586	222 601	176 679	175 431
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	63 940 585	76 297 224	79 806 592	75 053 122	68 701 813
Investovaný kapitál prevádzkovo nutný	93 252 205	103 689 732	110 955 406	105 484 844	96 564 352

Korigovaný výsledok hospodárenia z hospodárskej/prevádzkovej činnosti dostaneme úpravou o zisk z predaja dlhodobého majetku:

Tab. 32. Korigovaný VH z hospodárskej činnosti (vlastné spracovanie)

v celých €	2009	2010	2011	2012	2013
VH z hospodárskej činnosti	-8 602 106	15 171 579	6 369 046	3 709 313	2 132 284
Zisk z predaja majetku	51 468	137 847	277 896	168 671	-821 837
Korigovaný VH z hospodárskej činnosti	-8 653 574	15 033 732	6 091 150	3 540 642	2 954 121

10 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTOROV HODNOTY

V projekte budú plánované generátory hodnoty ako tržby, zisková marža, investície do pracovného kapitálu a investície do dlhodobého majetku.

10.1 Tržby

Prognóza celkových tržieb vychádza zo strategickej analýzy, kde sme ich dopočítali z predpokladaného vývoja relevantného trhu a tržného podielu spoločnosti. Tržby rozdelíme na tržby z predaja tovaru a tržby z predaja vlastných výrobkov v pomere 1:4 ako tomu bolo aj v doterajšom vývoji tržieb.

Tab. 33. Prognóza tržieb podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)

Rok	Celkové tržby		Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb		Tržby z predaja tovaru	
	v €	Tempo rastu	v €	Tempo rastu	v €	Tempo rastu
2009	142 927 256	-	30 186 243		112 741 013	
2010	188 348 075	31,78%	43 632 786	44,55%	144 715 289	28,36%
2011	229 196 988	21,69%	57 995 559	32,92%	171 201 429	18,30%
2012	200 851 338	-12,37%	40 320 528	-30,48%	160 530 810	-6,23%
2013	176 421 891	-12,16%	45 193 022	12,08%	131 228 869	-18,25%
2014	179 396 782	1,69%	44 849 196	-0,76%	134 547 587	2,53%
2015	190 550 397	6,22%	47 637 599	6,22%	142 912 797	6,22%
2016	202 182 990	6,10%	50 545 748	6,10%	151 637 243	6,10%
2017	209 049 350	3,40%	52 262 337	3,40%	156 787 012	3,40%

10.2 Zisková marža

Pri prognóze ziskovej marže sme vychádzali z korigovaného výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti za obdobie 2009-2013, dopočítaného v predchádzajúcej kapitole, akurát sme k nemu ešte pripočítali odpisy. V pomere k tržbám sme získali ziskovú maržu za toto obdobie. V ďalších rokoch odhadujeme len mierny rast ziskovej marže, pretože ako nám vyplynulo zo strategickej analýzy, podnik má miernu prevahu nad konkurenciou. Predpokladáme tiež, že podnik nebude výrazne zvyšovať ceny v záujme zachovania konkurenčnej výhody a udržania predpokladaného tržného podielu. Na základe odhadovanej ziskovej marže sme spätne dopočítali KPVH pred odpismi pre prognózované obdobie.

Tab. 34. Prognóza ziskovej marže podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)

Rok	KPVH pred odpismi	Zisková marža
2009	-6 393 948	-5,67%
2010	17 026 166	11,77%
2011	7 854 903	4,59%
2012	5 528 994	3,44%
2013	5 597 245	4,27%
2014	6 513 931	4,53%
2015	7 870 938	4,91%
2016	9 844 764	5,49%
2017	11 554 499	5,78%

10.3 Pracovný kapitál

Pri modelácii pracovného kapitálu pre účely finančného plánu vychádzame z dôb obratu jednotlivých zložiek majetku. Podnik plánuje do roku 2017 dobu obratu zásob znížiť na 60 dní. Znižovanie nesmie byť razantné, pretože udržiavanie vysokého stavu zásob pre veľkoobchod predstavuje konkurenčnú výhodu. Znížením pohľadávok po splatnosti a predvídaním platobnej morálky odberateľov predpokladá spoločnosť pokles doby obratu pohľadávok na 70 dní. Doba obratu záväzkov sa nebude významne meniť, cieľom firmy je splatiť svoje záväzky do jedného mesiaca.

Tab. 35. Prognóza dôb obratu jednotlivých zložiek majetku (vlastné spracovanie)

Rok	Doba obratu zásob	Doba obratu pohľadávok	Doba obratu záväzkov
2009	74	126	45
2010	75	104	52
2011	53	99	29
2012	56	103	26
2013	75	96	33
2014	71	90	31
2015	68	84	30
2016	64	77	29
2017	60	70	29

Z týchto dôb obratu sme následne dopočítali predpokladaný stav zásob, pohľadávok a záväzkov potrebný k stanoveniu čistého pracovného kapitálu. Krátkodobý finančný majetok predstavuje len 10% z krátkodobých záväzkov. Pretože spoločnosť mala aj v minulosti veľmi nízky stav krátkodobého finančného majetku, nepredpokladá sa, že by dosahovala

do budúcnosti doporučených 15-20% krátkodobých záväzkov. Položky časového rozlíšenia ponecháme na úrovni roku 2013.

Tab. 36. Prognóza ČPK (vlastné spracovanie)

ČPK	2014	2015	2016	2017
+ Zásoby	35 381 032	35 992 853	35 943 643	34 841 558
+ Pohľadávky	44 849 196	44 461 759	43 244 695	40 648 485
+ Krát. fin. majetok	1 544 806	1 587 920	1 628 696	1 684 009
- Krát. záväzky neúroč.	15 448 056	15 879 200	16 286 963	16 840 087
+ Ostatné aktíva (ČRA)	704 821	704 821	704 821	704 821
- Ostatné aktíva (ČRP)	175 431	175 431	175 431	175 431
ČPK prevádzkovo nutný	66 856 367	66 692 722	65 059 461	60 863 355

10.4 Dlhodobý majetok

Keďže spoločnosť každoročne nakupuje a predáva dlhodobý majetok v miliónoch eur podľa aktuálnej potreby, je ťažké odhadnúť jeho vývoj do budúcnosti. Preto dlhodobý majetok a investície plánujeme pre ďalšie roky na základe koeficientu investičnej náročnosti. Koeficient investičnej náročnosti za minulé obdobie predstavuje suma investícií netto v pomere k prírastku tržieb za obdobie 2009 až 2013.

Tab. 37. Výpočet koeficientu investičnej náročnosti rastu tržieb za minulé obdobie

v €	2009	2010	2011	2012	2013
Nehmotný majetok	66 559	45 800	170 771	204 351	148 146
Investície netto		-20 759	124 971	33 580	-56 205
Inves. náročnosť rastu tržieb 09-13			0,24%		
Hmotný majetok	29 245 061	27 346 708	30 978 043	30 227 371	27 714 393
Investície netto		-1 898 353	3 631 335	-750 672	-2 512 978
Inves. náročnosť rastu tržieb 09-13			-4,57%		

Odhad investícií pre prognózované obdobie 2014 – 2017 potom dopočítame ako súčin koeficientu investičnej náročnosti za minulé obdobie a predpokladaného prírastku tržieb za roky 2014 až 2017.

Tab. 38. Odhad investícií pre prognózované obdobie

	Minulosť	Odhad investícií pre 14-17
Nehmotný majetok	0,24%	79 475
Hmotný majetok	-4,57%	-1 491 039
Celkovo	-4,33%	-1 411 564

Pre zostavenie plánu dlhodobého majetku sme predpokladali rovnomerné rozdelenie investícií do jednotlivých rokov. Ako môžeme vidieť, pre dlhodobý nehmotný majetok sa dá očakávať rastúci trend. Avšak pokles dlhodobého hmotného majetku bude výraznejší, preto celkový dlhodobý majetok bude v plánovanom období klesať.

Tab. 39. Plán dlhodobého majetku a investícií

v €	2014	2015	2016	2017
Nehmotný majetok	168 015	187 883	207 752	227 621
Hmotný majetok	27 341 633	26 968 873	26 596 114	26 223 354
Celkom	27 509 648	27 156 757	26 803 866	26 450 975

11 STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN PODNIKU XY, A.S.

Keďže oceňujeme podnik výnosovými metódami, je potrebné zostavenie finančného plánu podniku XY, a.s. Plán bude vychádzať z výsledkov strategickej a finančnej analýzy, doplnený o plán generátorov hodnoty. Plánovať budeme rozvahu, výkaz zisku a strát a výkaz peňažných tokov na obdobie 2014 až 2017. Jednotlivé položky výkazov budeme plánovať na základe konzultácií s manažmentom podniku.

11.1 Plán výkazu zisku a straty

Tržby z predaja tovaru a tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb už boli naplánovaná ako generátory hodnoty v predchádzajúcej kapitole.

Obchodná marža v minulosti predstavovala cca 10% tržieb z predaja tovaru. Rovnaký pomer sa predpokladá aj do budúcnosti. Neočakáva sa zvyšovanie obchodnej marže v záujme zachovania konkurenčnej výhody, podobne ani náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru by výrazne rástť nemali, nakoľko sa predpokladá stabilný vývoj cien nakupovaného tovaru. V absolútnej hodnote by teda obchodná marža mala rástť.

Výroba sa tiež bude medziročne zvyšovať. Tržby z predaja vlastných výrobkov, ako už bolo spomínané, predstavujú štvrtinu celkových tržieb podniku. Zmena stavu vnútroorganizačných zásob a aktivácia sú plánované na úrovni roku 2013, nakoľko sa tieto položky v minulosti každý rok výrazne menili bez viditeľného trendu alebo závislosti a preto je zložité predvídať ich budúci vývoj.

Výkonová spotreba je plánovaná podľa pomeru k tržbám z predaja vlastných výrobkov a služieb, keďže v minulosti bol tento pomer v podstate stály. Spotreba materiálu predstavuje 83% a služby 12% z tržieb z predaja vlastných výrobkov a služieb.

Pokiaľ ide o **osobné náklady**, spoločnosť predpokladá ich rast len o 2% ročne. Počet zamestnancov by sa nemal razantne zvyšovať, podnik v prípade potreby radšej uprednostní najímanie živnostníkov.

Odpisy sa budú vyvíjať pochopiteľne podľa stavu dlhodobého majetku. Ako doposiaľ, predstavujú približne 7% dlhodobého majetku podniku.

Dane a poplatky a ostatné výnosy z hospodárskej činnosti sú plánované na priemernej úrovni minulého analyzovaného obdobia.

Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti je dopočítaný na základe prognózy ziskovej marže. Ako môžeme vidieť v nasledujúcej tabuľke (Tab.40.), v každom predpovedanom roku sa očakáva kladný výsledok a medziročne by mal rásť. Ovplyvňuje to aj sadzba dane z príjmu právnických osôb, kedy do roku 2015 sa ráta so sadzbou 22%, pre rok 2016 21% a v roku 2017 len 20%. Celý plán výkazu zisku a straty je uvedený v prílohe P II tejto práce.

Tab. 40. Plán výkazu zisku a straty 2014 – 2017 (vlastné spracovanie)

Položka	2014	2015	2016	2017
Tržby z predaja tovaru	134 547 587	142 912 797	151 637 243	156 787 012
Náklady vynalož. na obstar. pred. tovaru	121 092 828	128 621 518	136 473 518	141 108 311
Obchodní marže	13 454 759	14 291 280	15 163 724	15 678 701
Výroba	46 078 536	48 866 939	51 775 088	53 491 677
-Tržby z predaja vl. výrobkov a služieb	44 849 196	47 637 599	50 545 748	52 262 337
- Zmena stavu vnútroor. zásob	1 201 637	1 201 637	1 201 637	1 201 637
- Aktivácia	27 703	27 703	27 703	27 703
Výkonová spotreba	42 606 736	45 398 632	48 018 460	49 649 221
- Spotreba materiálu a energie	37 224 832	39 682 120	41 952 970	43 377 740
- Služby	5 381 903	5 716 512	6 065 490	6 271 480
Pridaná hodnota	16 926 558	17 759 587	18 920 352	19 521 158
Osobné náklady	9 624 450	9 816 939	10 013 277	10 213 543
Dane a poplatky	502 805	502 805	502 805	502 805
Odpisy	2 177 212	2 152 510	2 127 807	2 103 105
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	2 698 852	2 779 817	2 863 212	2 949 108
Ostatné náklady na hospod. činnosť	2 984 225	2 348 723	1 422 717	199 419
Výsledok hospodárenia z hosp. činnosti	4 336 718	5 718 428	7 716 957	9 451 394

11.2 Plán rozvahy

11.2.1 Plán aktív

Neobežný majetok bol naplánovaný v predchádzajúcej stati na základe koeficientu investičnej náročnosti.

Položky obežného majetku ako **zásoby, krátkodobé pohľadávky a finančné účty** už taktiež boli plánované, vychádzalo sa zo stanovených dôb obratu aktíva. **Dlhodobé pohľadávky** doteraz každoročne výrazne klesali, no manažment podniku do budúcnosti očakáva ich opätovný nárast cca o 25% ročne, s ohľadom na rozpracované dlhodobé zákazky.

Účet **časového rozlíšenia** je ponechaný na úrovni z roku 2013.

V najbližších rokoch sa teda očakáva ďalší pokles bilančnej sumy, pri zachovaní približne rovnakého pomeru neobežného a obežného majetku.

Tab. 41. Plán aktív 2014 – 2017 (vlastné spracovanie)

v celých €	2014	2015	2016	2017
SPOLU MAJETOK	114 326 613	114 427 152	113 081 178	109 375 823
Neobežný majetok	31 103 031	30 750 140	30 397 249	30 044 358
DNM	168 015	187 883	207 752	227 621
DHM	27 341 633	26 968 873	26 596 114	26 223 354
DFM (prevádzkovo nepotrebný)	3 593 383	3 593 383	3 593 383	3 593 383
Obežný majetok	82 518 761	82 972 191	81 979 108	78 626 644
Zásoby	35 381 032	35 992 853	35 943 643	34 841 558
Dlhodobé pohľadávky	743 728	929 659	1 162 074	1 452 593
Krátkodobé pohľadávky	44 849 196	44 461 759	43 244 695	40 648 485
Finančné účty	1 544 806	1 587 920	1 628 696	1 684 009
Časové rozlíšenie	704 821	704 821	704 821	704 821

11.2.2 Plán pasív

Pri prognóze pasív sa vychádzalo z toho, že **základné imanie** sa nebude meniť. Nastolený trend, že vlastné imanie bude dorovnávať záväzky by mal pretrvať aj naďalej. Hlavným dôvodom sú očakávané, každoročne kladné výsledky hospodárenia. Podnik plánuje z týchto ziskov, zmenšených o prídel do rezervného fondu, vyplácať každoročne dividendy vo výške 2, 2, 3, a 5 miliónov eur. Účet **výsledkov hospodárenia minulých rokov** má pomerne vysoký zostatok, zvyšuje sa o zostatok VH bežného obdobia.

Pokiaľ ide o plán cudzích zdrojov, **rezervy** predstavujú 0,6% celkovej bilančnej sumy, ako tomu bolo priemerne doteraz. **Dlhodobé záväzky** každoročne rástli, preto aj v prvom plánovanom roku sa predvída ich nárast o cca 15%, potom by sa ich výška mala ustáliť. **Krátkodobé záväzky** sú prevzaté z plánu pracovného kapitálu. **Dlhodobé bankové úvery** spoločnosť nevyužíva, ani to neplánuje. Potreba **bežných bankových úverov** by mala časom klesať, prevyšovať by malo financovanie vlastnými zdrojmi.

Časové rozlíšenie je ponechané na úrovni roku 2013.

Tab. 42. Plán pasív 2014 – 2017 (vlastné spracovanie)

v celých €	2014	2015	2016	2017
SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY	114 326 613	114 427 152	113 081 178	109 375 823
Vlastné imanie	52 718 123	53 027 513	53 984 896	54 441 881
Základné imanie	8 374 501	8 374 501	8 374 501	8 374 501

Kapitálové fondy	-697 734	-697 734	-697 734	-697 734
Zákonný rezervný fond	56 179	130 015	360 954	756 693
VH minulých rokov	44 246 814	44 751 123	45 275 919	45 342 435
VH za účtovné obdobie	738 363	2 309 390	3 957 383	5 456 985
Závazky	61 433 059	61 224 209	58 920 851	54 758 512
Rezervy	685 960	686 563	678 487	656 255
Dlhodobé záväzky	2 872 494	3 303 368	3 303 368	3 303 368
Krátkodobé záväzky	15 448 056	15 879 200	16 286 963	16 840 087
Krátkodobé finančné výpomoci	0	0	0	0
Bankové úvery	42 426 549	41 355 078	38 652 033	33 958 802
- BÚ dlhodobé	0	0	0	0
- Bežné BÚ	42 426 549	41 355 078	38 652 033	33 958 802
Časové rozlíšenie	175 431	175 431	175 431	175 431

11.3 Plán peňažných tokov

Plán peňažných tokov vychádza z korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia (VH z hospodárskej činnosti) zníženého o pripadajúcu daň. Ďalej je upravený o nepeňažné operácie dopočítané z plánovanej rozvahy. Peňažný tok z hospodárskej činnosti vychádza v každom prognózovanom roku kladný a s rastúcou tendenciou s výkyvom v roku 2015, čo zapríčiňuje najmä nárast zásob. Peňažný tok z prevádzkového majetku ešte zvyšuje oslabovanie investičnej činnosti podniku XY a.s. Kompletný plán CF je uvedený v prílohe II.

Tab. 43. Plán peňažných tokov 2014 – 2017 (vlastné spracovanie)

Položka	2014	2015	2016	2017
1) PEŇAŽNÉ TOKY Z HOSP. ČINNOSTI				
Korigovaný prevádzkový VH	4 336 718	5 718 428	7 716 957	9 451 394
Daň pripadajúca na korigovaný VH	954 078	1 258 054	1 620 561	1 890 279
Korigovaný prevádz. VH po dani (KPVH)	3 382 640	4 460 374	6 096 396	7 561 115
Úpravy o nepeňažné operácie	1 261 649	2 153 113	2 119 732	2 080 873
Odpisy dlhodobého majetku	2 177 212	2 152 510	2 127 807	2 103 105
Zmena zostatkov rezerv	-915 563	603	-8 076	-22 232
Úpravy obežných aktív (prevádzkovo nutných)	2 480 128	20 827	1 441 623	3 960 900
Zmena stavu pohľadávok	1 818 089	201 504	984 649	2 305 692
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	-632 800	431 143	407 763	553 123
Zmena stavu zásob	1 294 839	-611 821	49 210	1 102 084
Peňažný tok z hosp. činnosti celkom	7 124 417	6 634 314	9 657 750	13 602 888
2) INVESTIČNÁ ČINNOSŤ				
Investície do dlh. majetku (prevádz. nutného)	818 803	377 593	377 593	377 593
Peňažný tok z investičnej činnosti celkom	818 803	377 593	377 593	377 593
PEŇAŽNÝ TOK Z PREVÁDZKOVÉHO MAJETKU CELKOM	7 943 220	7 011 908	10 035 344	13 980 481

12 OCENENIE PODNIKU XY, A.S. VÝNOSOVÝMI METÓDAMI

Spoločnosť XY a.s. budeme oceňovať najpoužívanejšími výnosovými metódami ako je dvojfázová metóda diskontovaných peňažných tokov, ekonomická pridaná hodnota a metóda kapitalizovaných čistých výnosov. Na záver stanovíme výslednú tržnú hodnotu vlastného kapitálu podniku. Toto ocenenie bude mať pre spoločnosť čisto informatívny charakter. Podnik budeme oceňovať k 1.1. 2014. Pred samotným ocenením je však potrebné stanoviť diskontnú sadzbu, ktorá podstatným spôsobom ovplyvňuje výslednú hodnotu.

12.1 Stanovenie diskontnej miery

Diskontná miera môže byť určená na úrovni vlastníkov spoločnosti, vtedy ju predstavujú náklady na vlastný kapitál, alebo na úrovni celého podniku a v tom prípade sa jedná o vážené priemerné náklady na kapitál.

12.1.1 Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál stanovíme rôznymi metódami, ktoré potom spriemerujeme.

Metóda CAPM

Hodnotu nákladov na vlastný kapitál podľa metódy CAPM dopočítame pomocou nasledujúceho vzorca:

$$N_{VK} = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (11)$$

Za bezrizikovú úrokovú mieru môžeme považovať výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov SR. Ako uvádza Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) na svojich internetových stránkach, výnosnosť štátnych dlhopisov emitovaných v roku 2014 so splatnosťou 15 rokov bola **3,625%** p.a. (Ardal, 2015)

Vzhľadom na to, že spoločnosť nie je obchodovaná na trhu, bude pre výpočet zvolená metóda CAPM s náhradnými odhadmi koeficientu β . Zo stránok profesora Damodarana som prevzala nezadlžený koeficient β k januáru roku 2014 pre stavebníctvo 0,87 a pre hutnícky priemysel 1,26. Priemerná hodnota nezadlženého koeficientu β_N , ktorú použijeme ďalej vo výpočte je teda 1,06. (Damodaran online, 2014)

Nakoľko sa však jedná o hodnotu pre podnik s nulovým zadlžením, musíme koeficient β prepočítať, aby sme zohľadnili kapitálovú štruktúru oceňovaného podniku podľa vzorca:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{CK}{VK} \right] \quad (12)$$

Tab. 44. Výpočet koeficientu β pri danom zadlžení podniku (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017
β nezadlžená	1,06	1,06	1,06	1,06
Daň z príjmu	22%	22%	21%	20%
CK úročený	42 426 549	41 355 078	38 652 033	33 958 802
VK	52 718 123	53 027 513	53 984 896	54 441 881
β zadlžená	1,73	1,70	1,66	1,59

Koeficient β nám po zohľadnení kapitálovej štruktúra podniku vyšiel v každom roku väčší ako jedna, čo znamená, že oceňovaný podnik nesie väčšie ako priemerné systematické riziko. Toto riziko by však malo každým rokom klesať.

Metódou CAPM sme sa teda dopočítali k nákladom na vlastný kapitál, ktoré v každom prognózovanom roku presahujú 10% a s časom sa pomaly znižujú.

Tab. 45. Náklady na vlastný kapitál metódou CAPM (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017
Bezriziková úr. miera	3,625%	3,625%	3,625%	3,625%
β zadlžená	1,73	1,70	1,66	1,59
Riziková prémie	6,28	6,28	6,28	6,28
N_{VK}	10,87%	10,74%	10,46%	10,01%

Priemerná rentabilita v odvetví

Ďalším možným spôsobom ako stanoviť náklady na vlastný kapitál je odvodením od priemernej rentability v danom odvetví. Pretože Ministerstvo hospodárstva SR ani Štatistický úrad SR údaje o rentabilite v jednotlivých odvetviach neposkytuje a pretože český a slovenský trh sú veľmi podobné, náklady na vlastný kapitál odvodíme od priemernej rentability odvetvia veľkoobchod okrem motorových vozidiel v Českej republike. Tieto údaje získame na stránkach Ministerstva priemyslu a obchodu ČR, ale len spätne za minulé obdobie. Preto z hodnôt priemernej rentability za obdobie 2009 – 2013 spočítame vážený aritmetický priemer s tým, že hodnota za nedávnejší rok bude mať vyššiu váhu ako hodnota za rok predchádzajúci. S výsledným aritmetickým priemerom bude počítat' potom pre prognózované obdobie 2014 – 2017. Samozrejme, keďže používame údaje za český trh

a vychádzame z minulých údajov, táto metóda bude mať pri stanovení konečných nákladov na vlastný kapitál menšiu váhu.

Tab. 46. Priemerná rentabilita v odvetví ČR (vlastné spracovanie podľa MPO ČR, ©2005)

	2009	2010	2011	2012	2013	Vážený priemer
Priem. rentabilita v odvetví	10,35%	9,72%	10,86%	10,47%	10,37%	10,41%
Váha	1	2	3	4	5	

Stavebnicový model podľa MPO

Na stránkach MPO ČR sme taktiež dopočítali stavebnicovou metódou náklady na vlastný kapitál pre oceňovaný podnik za minulé obdobie. Podobne ako pri predošlej metóde, aj tento krát z hodnôt dopočítame vážený aritmetický priemer.

Tab. 47. Alternatívny odhad N_{VK} (vlastné spracovanie podľa MPO ČR, ©2005)

	2009	2010	2011	2012	2013	Vážený priemer
Alternatívny odhad N_{VK}	30,69%	17,30%	17,22%	12,44%	14,24%	15,86%
Váha	1	2	3	4	5	

Vážený priemer nákladov na vlastný kapitál

Z výsledkov predchádzajúcich metód vypočítame vážený aritmetický priemer a stanovíme náklady na kapitál, s ktorými budeme ďalej počítať. Metóda CAPM má najvyššiu váhu, menšiu stavebnicový model, pretože vychádzame z priemernej hodnoty a najmenšiu váhu má metóda založená na priemernej rentabilite v odvetví, nakoľko je odvodená z českého trhu.

Ako vyplýva z nasledujúcej tabuľky, vlastníci podniku by mali očakávať výnosnosť vloženého kapitálu na úrovni 12% s prihliadnutím na riziko.

Tab. 48. Náklady na vlastný kapitál (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017
CAPM	10,87%	10,74%	10,46%	10,01%
Váha	3	3	3	3
Priem. rentabilita v odvetví	10,41%	10,41%	10,41%	10,41%
Váha	1	1	1	1
Alternatívny odhad N_{VK}	15,86%	15,86%	15,86%	15,86%
Váha	2	2	2	2
N_{VK}	12,46%	12,39%	12,25%	12,03%

12.1.2 Náklady na cudzí kapitál

Očakávané náklady na cudzí kapitál sme stanovili ako vážený aritmetický priemer nákladov cudzieho kapitálu minulých období. Tie sme vypočítali ako pomer nákladových úrokov a bankových úverov. Výsledné náklady na cudzí kapitál nám vyšli pomerne nízke, len 2,15%. Touto sadzbou sme dopočítali aj nákladové úroky v plánovanej výsledovke.

Tab. 49. Náklady cudzieho kapitálu (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013
Bankové úvery	49 191 592	48 379 812	52 918 407	46 475 705	42 108 502
Nákladové úroky	1 334 596	1 208 604	1 487 246	961 777	659 667
N_{CK}	2,71%	2,50%	2,81%	2,07%	1,57%
Váha	1	2	3	4	5
N_{CK}	2,15%				

12.1.3 Stanovenie vážených priemerných nákladov kapitálu WACC

Vážené priemerné náklady na kapitál spoločnosti XY a.s. pre prognózované obdobie majú rastúci charakter. Zapríčiňuje to znižovanie úročeného cudzieho kapitálu a jeho nahradzovanie vlastným kapitálom, ktorý nesie vyšší úrok.

Tab. 50. Stanovenie WACC podniku 2014-2017 (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017
N_{VK}	12,46%	12,39%	12,25%	12,03%
N_{CK}	2,15%	2,15%	2,15%	2,15%
Sadzba dane	22%	22%	21%	20%
N_{CK po dani}	1,68%	1,68%	1,70%	1,72%
VK	52 718 123	53 027 513	53 984 896	54 441 881
CK úročený	42 426 549	41 355 078	38 652 033	33 958 802
WACC	7,65%	7,70%	7,85%	8,07%

12.2 Ocenenie metódou DCF entity (FCFF)

Prvou metódou, ktorú využijeme k oceneniu podniku XY a.s. je dvojfázová metóda diskontovaných peňažných tokov pre vlastníkov aj pre veriteľov, keďže táto metóda je považovaná za základnú a v praxi najviac využívanú.

Najskôr je potrebné dopočítať plánovaný investovaný kapitál pre obdobie 2014-2017, ktorý je tvorený súčtom dlhodobého majetku a upraveného pracovného kapitálu. Obidve položky boli už plánované v kapitole Analýza a prognóza generátorov hodnoty. Pre výpočet

2. fázy potrebujeme poznať aj investovaný kapitál v roku 2018. Ten sme dostali ako stav kapitálu v roku 2017 zvýšený a tempo rastu 3,4%. Toto tempo rastu sme odvodili zo strategickej analýzy, predstavuje tempo rastu celkových tržieb v poslednom roku 1. fázy 2017 a pre pokračujúcu hodnotu sa predpokladá jeho ustálenie na tejto úrovni.

Tab. 51. Plánovaný investovaný kapitál (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017	2018
Dlhodobý majetok	27 509 648	27 156 757	26 803 866	26 450 975	
Upravený pracovný kapitál	66 856 367	66 692 722	65 059 461	60 863 355	
Investovaný kapitál celkom	94 366 015	93 849 479	91 863 327	87 314 330	90 283 017

Pri výpočte súčasnej hodnoty 1. fázy oceňovania vychádzame z korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia pre prognózované obdobie. Rôznymi úpravami dostávame tzv. voľné cash flow do firmy alebo peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov. Diskontovaním pomocou vážených priemerných nákladov kapitálu WACC získame súčasnú hodnotu 1. fázy oceňovania, ktorá predstavuje 22 716 789 eur.

Tab. 52. Výpočet súčasnej hodnoty 1. fázy metódou DCF entity (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017
Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia	4 336 718	5 718 428	7 716 957	9 451 394
Upravená daň	954 078	1 258 054	1 620 561	1 890 279
Korigovaný prevádzkový VH po dani	3 382 640	4 460 374	6 096 396	7 561 115
Odpisy	2 177 212	2 152 510	2 127 807	2 103 105
Zmena rezerv	-915 563	603	-8 076	-22 232
Investície do prevádzkovo nutného DM	-2 530 103	-1 799 619	-1 774 916	-1 750 214
Investície do prevádzkovo nutného prac. kapitálu	1 250 464	163 645	1 633 261	4 196 106
FCFF	3 364 650	4 977 513	8 074 472	12 087 880
Odúročiteľ	0,9289	0,8622	0,7972	0,7332
Diskontované FCFF k 1. 1. 2014	3 125 556	4 291 485	6 436 872	8 862 876
Súčasná hodnota 1.fázy	22 716 789			

Pokračujúcu hodnotu dostaneme z FCFF pre prvý rok 2. fázy oceňovania. FCFF pre rok 2018 sme vypočítali ako KPVH v roku 2017 prenášobný tempom rastu 3,4% a znížený o zmenu investovaného kapitálu. Následným použitím Gordonovho vzorca a prepočítaním k dátumu oceňovania, získavame pokračujúcu hodnotu podniku 78 184 443 eur.

Tab. 53. Pokračujúca hodnota DCF entity (vlastné spracovanie)

FCFF 2018	4 849 506
Tempo rastu g	3,40%

Gordonov vzorec	103 906 275
Súčasná hodnota PH	78 422 539

Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa metódy DCF entity nám vyšla **62 624 209€**. Vypočítali sme ju ako súčet súčasných hodnôt 1. a 2. fázy oceňovania, znížený o čiastku úročeného kapitálu a navýšený o hodnotu neprevádzkového nutného majetku k dátumu ocenenia, ktorý predstavuje dlhodobý finančný majetok.

Tab. 54. Hodnota podniku XY a.s. podľa DCF entity (vlastné spracovanie)

Súčasná hodnota 1. fázy	22 716 789
Súčasná hodnota 2. fázy	78 422 539
Prevádzková hodnota brutto	101 139 328
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	42 108 502
Prevádzková hodnota netto	59 030 826
Neprevádzkovo nutný majetok k dátumu ocenenia	3 593 383
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF entity	62 624 209

12.3 Ocenenie metódou DCF equity (FCFE)

Pri oceňovaní podniku XY metódou DCF equity budeme vychádzať z voľných peňažných tokov pre vlastníkov a veriteľov. Vhodnými úpravami dostaneme voľné peňažné toky len pre vlastníkov a tie prepočítame na súčasnú hodnotu k dátumu oceňovania diskontnou mierou na úrovni nákladov na vlastný kapitál. Súčtom získame hodnotu 1. fázy – 14 816 313 eur.

Tab. 55. Výpočet súčasnej hodnoty 1. fázy metódou DCF equity (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017
FCFF	3 364 650	4 977 513	8 074 472	12 087 880
Úroky z CK znížené o daň. štít	- 15 298	- 14 911	- 14 115	- 12 558
Zmena úročeného CK	318 047	-1 071 471	-2 703 045	-4 693 231
Voľné peň. toky pre vlastníkov	3 667 399	3 891 130	5 357 312	7 382 091
FCFE	3 667 399	3 891 130	5 357 312	7 382 091
Odúročiteľ	0,8892	0,7917	0,7070	0,6349
Diskontované FCFE k 1.1.2014	3 261 176	3 080 421	3 787 673	4 687 042
Súčasná hodnota 1. fázy		14 816 313		

Pokračujúcu hodnotu vypočítame podobne ako v predchádzajúcej metóde, pre diskontovanie však používame náklady na vlastný kapitál pre rok 2017.

Tab. 56. Pokračujúca hodnota DCF equity (vlastné spracovanie)

FCFE 2018	4 836 948
Tempo rastu g	3,40%
Gordonov vzorec	56 071 890
Súčasná hodnota PH	35 601 206

Touto metódou sme súčtom hodnôt 1. a 2. fázy získali rovno prevádzkovú hodnotu netto. Pripočítaním neprevádzkovo nutného majetku nám vyšla hodnota podniku, resp. vlastného kapitálu podľa metódy diskontovaných peňažných tokov pre vlastníkov **54 010 902** eur.

Tab. 57. Hodnota podniku XY a.s. podľa DCF equity (vlastné spracovanie)

Súčasná hodnota 1. fázy	14 816 313
Súčasná hodnota 2. fázy	35 601 206
Prevádzková hodnota netto	50 417 519
Neprevádzkovo nutný majetok k dátumu ocenenia	3 593 383
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF equity	54 010 902

12.4 Ocenenie metódou EVA

Ocenenie metódou ekonomickej pridanej hodnoty je založené na odhade budúcich EVA, resp. MVA. V 1. fáze oceňovania, EVA vychádza z NOPAT, ktorý predstavuje korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia a z NOA zodpovedajúce nutnému investovanému kapitálu. V prípade tejto metódy, hodnoty EVA diskontujeme váženými priemernými nákladmi na kapitál. Ako môžeme vidieť v nasledujúcej tabuľke, podnik bude tvoriť hodnotu až od posledného plánovaného roku 2017 a súčasná hodnota prvej fázy je teda záporná.

Tab. 58. Výpočet súčasnej hodnoty 1. fázy metódou EVA (vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT	3 382 640	4 460 374	6 096 396	7 561 115	7 818 193
NOA k 31. 12.	94 366 015	93 849 479	91 863 327	87 314 330	
WACC x NOA _{t-1}	7 341 325	7 263 065	7 365 538	7 410 792	7 043 815
EVA	-3 958 685	-2 802 691	-1 269 142	150 324	774 378
Odúročiteľ	0,9289	0,8622	0,7972	0,7332	
Diskontovaná EVA	-3 677 378	-2 416 409	-1 011 745	110 218	
Súčasná hodnota 1. fázy			-6 995 314		

V ďalších rokoch 2. fázy predpokladáme, že podnik bude každoročne dosahovať ekonomickú pridanú hodnotu 774 378 eur. Pri tempe rastu 3,4% potom dostaneme hodnotu 2. fázy 12 165 272 eur.

Tab. 59. Pokračujúca hodnota metódou EVA (vlastné spracovanie)

EVA 2018	774 378
Tempo rastu g	3,40%
Pokračujúca hodnota	16 591 945
Súčasná hodnota PH	12 165 272

Súčtom hodnoty 1. a 2. fázy sme získali hodnotu MVA len 5 169 958 eur. Prevažná časť prevádzkovej hodnoty podniku brutto už je vytvorená k dátumu ocenenia a len 5% tvorí pridaná hodnota vytvorená v budúcnosti. Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa metódy EVA je **62 624 209** eur, rovnako ako podľa metódy DCF entity.

Tab. 60. Hodnota podniku XY a.s. podľa EVA (vlastné spracovanie)

Súčasná hodnota 1. fáze	-6 995 314
Súčasná hodnota 2. fáze	12 165 272
MVA	5 169 958
NOA k dátumu ocenenia	95 969 370
Prevádzková hodnota brutto	101 139 328
Úročený CK k dátumu ocenenia	42 108 502
Prevádzková hodnota netto	59 030 826
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	3 593 383
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa EVA	62 624 209

12.5 Ocenenie metódou kapitalizovaných čistých výnosov

Posledná metóda, ktorou budeme v tejto práci oceňovať podnik XY a.s. je paušálna metóda kapitalizovaných čistých výnosov. V porovnaní s ostatnými použitými metódami, táto vychádza z minulej výkonnosti spoločnosti. Výsledná hodnota, ku ktorej dospejeme touto metódou sa považuje za dolnú hranicu výnosovej hodnoty spoločnosti, nakoľko ide o ocenenie súčasného stavu podniku, ktoré nezachytáva budúce rastové príležitosti.

Najskôr je potrebné z VH pred zdanením vhodnými úpravami dopočítať upravený výsledok hospodárenia, ktorý je prepočítaný na cenovú hladinu k dátumu oceňovania.

Tab. 61. Výpočet upraveného VH pre metódu KČV (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	Súčet
Výsledok hospodárenia pred zdanením	-9 411 595	14 248 320	5 046 437	2 949 453	1 461 774	
(+) odpisy	2 259 626	1 992 434	1 763 753	1 988 352	2 643 124	
(-) Finančné výnosy	1 189 597	595 890	650 262	332 229	170 386	
(-) Tržby z predaja DM	200 097	1 089 840	1 846 946	1 781 873	1 999 239	
(+) ZC predaného DM	148 629	951 993	1 569 050	1 613 202	2 821 076	
Upravený výsledok hospodárenia pred odpisy	-8 393 034	15 507 017	5 882 032	4 436 905	4 756 349	
Cenový index reťazový	1,016	1,010	1,039	1,036	1,014	
Cenový index bázičný vzťahnutý k roku 2013	0,907	0,916	0,952	0,986	1,000	
UVH upravený o infláciu	-9 252 383	16 925 501	6 179 098	4 499 022	4 756 349	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o infláciu x váhy	-9 252 383	33 851 001	18 537 294	17 996 087	23 781 745	84 913 744

Trvalo odnímateľný čistý výnos, dopočítaný ako vážený aritmetický priemer, zdaníme a následne predelíme úrokovou mierou. Tú predstavujú náklady na vlastný kapitál znížené o predpokladanú dlhodobú infláciu. Aj keď momentálne sa pohybuje inflácia na Slovensku okolo nuly, z dlhodobého hľadiska je cieľom NBS, resp. ECB udržiavať infláciu v eurozóne na úrovni 2%, preto s touto sadzbou počítame. Na záver pripočítame hodnotu dlhodobého finančného majetku.

Výsledná hodnota vlastného kapitálu metódou KČV nám vyšla **44 832 046€**, čo je oveľa nižšia hodnota ako v prípade metód DCF a EVA.

Tab. 62. Hodnota podniku XY a.s. podľa KČV (vlastné spracovanie)

Trvalo odnímateľný čistý výnos pred odpismi	5 660 916
Odpisy z reprodukčných cien	654 772
Trvalo odnímateľný čistý výnos pred daňami	5 006 144
Daňový základ (s odpismi z posledného roku)	3 017 792
Daň 23%	694 092
Trvalo odnímateľný čistý výnos po dani	4 312 052
Predpokladaná dlhodobá inflácia	2,0%
Kalkulovaná úroková miera (n_{VK} bez inflácie)	10,5%
Výnosová hodnota prevádzková	41 238 663
Neprevádzkovo nutný majetok k dátumu ocenenia	3 593 383
Hodnota vlastného kapitálu podľa KČV	44 832 046

12.6 Súhrnné ocenenie

Pre čo najreálnejšie ocenenie podniku sa odporúča použiť viacero metód. Výslednú hodnotu podniku teda dostaneme syntézou výsledkov štyroch výnosových metód pomocou váženého aritmetického priemeru. Keďže sa výsledok metódy kapitalizovaných čistých výnosov považuje za spodnú hranicu hodnoty, je mu pridelená najnižšia váha. Ostatné metódy majú rovnakú váhu.

Tab. 63. Súhrnné ocenenie podniku (vlastné spracovanie)

Metóda	Váhy	Hodnota
DCF entity	3	62 624 209
DCF equity	3	54 010 902
EVA	3	62 624 209
KČV	1	44 832 046
Výsledná hodnota VK		58 261 001 €

Tržná hodnota spoločnosti XY, a.s. stanovená k 1.1. 2014 je 58 261 001 eur.

12.7 Citlivostná analýza

Na záver práce ešte analyzujeme citlivosť výsledných hodnôt podniku podľa jednotlivých metód na zmenu predpokladaného tempa rastu a diskontnej miery.

V prípade poklesu použitého tempa rastu 3,4% o 10% na 3,06% alebo zvýšenia o 10% na 3,74% sa hodnoty vlastného kapitálu podľa jednotlivých výnosových metód menia maximálne len o 2,7%.

Tab. 64. Analýza citlivosti hodnoty na tempe rastu (vlastné spracovanie)

Metóda	Tempo rastu				
	3,06%		3,40%	3,74%	
DCF entity	61 421 720	-1,92%	62 624 209	64 015 665	2,22%
DCF equity	52 660 917	-2,50%	54 010 902	55 471 670	2,70%
EVA	61 421 720	-1,92%	62 624 209	64 015 665	2,22%
KČV	44 832 046	0,00%	44 832 046	44 832 046	0,00%

Výraznejšie zmeny na hodnote vlastného kapitálu spôsobuje pohyb diskontnej sadzby. Ak znížime WACC v prípade metód DCF entity a EVA o 10%, výsledná hodnota vzrastie až o 30%. Naopak ak by sa WACC o 10% zvýšili, hodnota podniku poklesne o viac ako 21%.

Pri metódach DCF equity a KČV, pohyby nákladov na vlastný kapitál spôsobujú menšie zmeny výsledných hodnôt VK.

Tab. 65. Analýza citlivosti hodnoty na diskontnej sadzbe (vlastné spracovanie)

Metóda	Diskontná sadzba (WACC, N_{VK})				
	o 10% menšie		Pôvodne	o 10% väčšie	
DCF entity	81 800 792	30,62%	62 624 209	49 051 211	-21,67%
DCF equity	62 042 552	14,87%	54 103 332	47 928 544	-11,26%
EVA	81 800 792	30,62%	62 624 209	49 051 211	-21,67%
KČV	50 409 065	12,44%	44 832 046	40 442 335	-9,79%

Z analýzy citlivosti vyplýva, že hodnota vlastného kapitálu je citlivejšia na zmenu diskontnej sadzby ako na zmenu tempa rastu tržieb. Preto je veľmi dôležité správne stanoviť výšku diskontnej sadzby a zohľadniť v nej faktor času a rizika.

ZÁVER

Cieľom môjho diplomového projektu bolo stanovenie hodnoty spoločnosti XY a.s. pomocou vybraných výnosových metód oceňovania k 1.1. 2014, predovšetkým pre potreby manažmentu oceňovaného podniku. K naplneniu tohto cieľa bolo potrebné podrobne analyzovať podnik.

V strategickej analýze sme vymedzili veľkosť relevantného trhu, ktorý predstavujú tržby skupiny 46.7 Ostatný špecializovaný veľkoobchod. Na základe priemernej atraktivity trhu 55,2% a konkurenčnej sily na úrovni 69,4%, hodnotíme spoločnosť ako podnik s prijateľnou až dobrou perspektívou. Z toho teda predpokladáme do budúcnosti mierny rast tržného podielu oceňovaného podniku a priemerný rast tržieb podniku pre obdobie 2014-2017 o 4,35% ročne.

Z výsledkov finančnej analýzy môžeme považovať finančnú situáciu podniku XY a.s. za stabilnú. Podnik v roku 2009 síce vykazoval vysokú stratu ako následok hospodárskej krízy. Odvtedy už podnik dosahuje zisk, ktorý však klesá. V porovnaní s najväčšími konkurentmi je však stále lepší, čo sa týka rentability a tiež je najmenej zadlžený. Určité medzery má v oblasti likvidity, ktorú negatívne ovplyvňujú pohľadávky po splatnosti. Neznamená to ale, že by mal podnik problémy s platobnou schopnosťou, keďže má k dispozícii veľa kontokorentných úverov a vysoký ČPK v podobe likvidných zásob. Podľa súhrnných ukazovateľov má podnik nevyhranenú finančnú situáciu. Zo strategickej a finančnej analýzy vyplýva, že podnik vykazuje predpoklady k dobrej perspektíve do budúcnosti a splňuje základný predpoklad neobmedzeného trvania podniku, tzv. going concern, ktorý predstavuje podmienku pre použitie výnosových metód oceňovania.

Následne bol zostavený strategický finančný plán na štvorročné obdobie 2014-2017. Náklady na vlastný kapitál boli stanovené tromi spôsobmi – CAPM, priemernou rentabilitou v odvetví a stavebnicovým modelom podľa MPO. Priemer týchto metód nám dal výsledné náklady na vlastný kapitál cca 12%. Náklady na cudzí kapitál predstavujú 2,15%. Z toho vyplývajú WACC medzi 7 – 8%.

Hodnota podniku, resp. vlastného imania podniku bola zisťovaná štyrmi rôznymi výnosovými metódami. Metódou diskontovaných peňažných tokov entity vyšla hodnota podniku 62 624 209€. Rovnakú hodnotu dala metóda ekonomickej pridanej hodnoty, pretože sme pri oboch metódach vychádzali z WACC, z rovnakého investovaného kapitálu (NOA) a korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia (NOPAT). EVA nám tiež poskytla

informáciu, že prevažná časť prevádzkovej hodnoty podniku brutto už je vytvorená k dátumu ocenenia a len 5% tvorí pridaná hodnota vytvorená v budúcnosti. Metódou diskontovaných peňažných tokov equity sme dospeli k nižšej hodnote VK 54 103 332 eur. Najnižšiu hodnotu podniku 44 832 046€ dáva metóda kapitalizovaných čistých výnosov, keďže táto metóda vychádza z minulej výkonnosti spoločnosti a nezachytáva budúce rastové príležitosti. Syntézou výsledkov týchto metód sme dostali výslednú tržnú hodnotu podniku XY, a.s. k 1.1. 2014 a to 58 288 730 eur. Túto hodnotu považujem za celkom reálnu a výhodnú pre spoločnosť, nakoľko je väčšia ako účtovná hodnota vlastného imania. V závere práce nám z citlivostnej analýzy vyplynulo, že hodnota podniku viac citlivá na zmenu diskontnej sadzby ako na tempe rastu tržieb.

Stanovené ciele diplomového projektu považujem za splnené.

ZOZNAM POUŽITÉJ LITERATURY

ARDAL, 2015. *Portfólio štátnych dlhopisov*. [online]. [cit. 2015-03-22]. Dostupné z: <https://www.ardal.sk/sk/statne-cenne-papiere/statne-dlhopisy/portolio-statnych-dlhopisov>

ČÍŽEK, Bohuslav, ©2005-2012. *Diskontní sazba (Discount Rate)*. In: Středoevropské centrum pro finance a management. [online]. [cit. 2015-01-22]. Dostupné z: <http://finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Diskontni+sazba&IdPojPass=116>

DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons. 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.

DAMODARAN ONLINE, 2014. *Data: Archives*. [online]. [cit. 2015-03-22]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

EUROPEAN CENTRAL BANK – STATISTICAL DATA WAREHOUSE, 2014. *Slovakia - Gross domestic product at market price – Current prices - ECU/euro*. [online].

[cit. 2014-12-29]. Dostupné z:

http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.SK.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.V.U.A

HRDÝ, Milan, 2005. *Oceňování finančních institucí: Praktické postupy a příklady*. Praha: Grada. 216 s. ISBN 8024763761.

JANČOVIČOVÁ, Monika, 2013. *Zhodnocení finanční situace podniku Raven, a.s. s využitím finanční analýzy*. [online]. Zlín [cit. 2015-01-15]. Bakalárska práca. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky. Dostupné z:

<http://dspace.k.utb.cz/handle/10563/24378>

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. preprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN:80-7179-529-1.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2013. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada. 261 s. ISBN:978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš, 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: EKOPRESS, 1998, 206 s. ISBN 8086119092.

MAŘÍK, Miloš, 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. 494 s. ISBN:978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2005. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI: přepracované a rozšířené vydání*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, Miloš a Pavla Maříková, 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. 17-71. Kapitola 1, Metoda diskontovaných peněžních toků. ISBN 978-80-86929-80-4.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR, 2014. *Makroekonomická prognóza (ESA2010)*. [online]. [cit. 2015-02-02]. Dostupné z: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=9736>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU, ©2005. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA*. [online]. [cit. 2015-03-22]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa.html>

MUNIZZO, A. Mark a Lisa V. Musial, 2010. *Advanced Residential Applications and Case Studies*. Cengage Learning, 384 s. 9780840049247.

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, 2014. *Vybrané makroekonomické ukazovatele*. [online]. [cit. 2014-12-29]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/vybrane-makroekonomicke-ukazovatele>

OUBRECHT, Jiří, 2013. *Oceňování podniku II*. České Budějovice, 102 s. CZ.1.07/3.2.08/03.0035

PAVELKOVÁ, Drahomíra, 2014. *Faktor času a rizika při oceňování podniku*. Prezentácia z prednášky predmetu Oceňování podniku. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, október 2014.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2012. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy: Manažerské účetnictví v praxi*. 2. vyd. Praha: Grada, 736 s. ISBN 978-80-2477-035-2.

PRAVDA, 2014. Firmám sa znižuje daň z 23 na 22 percent. In: *Pravda.sk* [online]. [cit. 2014-12-29]. Dostupné z: <http://profesia.pravda.sk/zivnost/clanok/304031-firmam-sa-znizuje-dan-z-23-na-22-percent/>

RISIUS, M. Jeffrey, 2007. *Business Valuation: A Primer for the Legal Profession*. American Bar Association, 196 s. ISBN 9781590317464.

RŮČKOVÁ, Petra, 2011. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4.vyd. Praha: Grada, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.

RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ, 2012. *Finanční management*. 1. vyd. Praha: Grada, 290 s. ISBN 978-80-247-4047-8.

ŘEZŇÁKOVÁ, Mária, 2012. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 144 s. ISBN 9788024780924.

ŠTATISTICKÝ ÚRAD SR, ©2014. *Archív* [online]. [cit. 2014-12-29]. Dostupné z: <http://archiv.statistics.sk/html/showdoc.dodocid=5512.html>

ŠTATISTICKÝ ÚRAD SR, ©2015. *Tržby za vlastné výkony a tovar v obchode, hoteloch a reštauráciách v EUR, indexy (2008 – 2013)*. [online]. [cit. 2015-01-15]. Dostupné z: http://www.statistics.sk/pls/elisw/objekt.send?uic=2719&m_sso=4&m_so=27&ic=59

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

VOCHOZKA, Marek a Petr Mulač, 2012. *Podniková ekonomika*. Praha: Grada. 570 s. ISBN 8024743728.

Interné zdroje:

Výročné správy spoločnosti XY a.s. 2009 - 2013

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
CF	Cash-flow
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČZ	Čistý zisk
DM	Dlhodobý majetok
DFM	Dlhodobý finančný majetok
DHM	Dlhodobý hmotný majetok
DNM	Dlhodobý nehmotný majetok
EAT	Čistý zisk
EBT	Zisk pred zdanením
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
g	Tempo rastu
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
NOA	Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Zisk z operatívnej činnosti po zdanení
N_{CK}	Náklady na cudzí kapitál
N_{VK}	Náklady na vlastný kapitál
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROS	Rentabilita tržieb
SK-NACE	Klasifikácia ekonomickej činnosti
VH	Výsledok hospodárenia
VI	Vlastného imanie
WACC	Priemerné náklady kapitálu

ZOZNAM OBRÁZKOV

<i>Obr. 1. Celkový potenciál podniku (Mařík, 2011, s. 56)</i>	22
<i>Obr. 2. Vývoj HDP Slovenska (European Central Bank, 2014)</i>	43
<i>Obr. 3. Korelačná matica z programu XL Statistic (vlastné spracovanie).....</i>	47
<i>Obr. 4. Vývoj tržného podielu podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)</i>	49

ZOZNAM TABULIEK

<i>Tab. 1. Priemerný počet zamestnancov XY a.s. (Výročné správy spoločnosti XY a.s.)</i>	41
<i>Tab. 2. Veľkosť a tempo rastu relevantného trhu (Štatistický úrad SR, ©2015)</i>	45
<i>Tab. 3. Podiel tržieb relevantného trhu na tržbách skupiny 46 (Štatistický úrad SR, ©2015)</i>	45
<i>Tab. 4. Hodnotenie akraktivity trhu (vlastné podľa Maříka, 2011, s. 66)</i>	46
<i>Tab. 5. Vývoj faktorov pôsobiacich na veľkosť relevantného trhu (vlastne spracovanie podľa Ministerstva financií SR, 2014)</i>	47
<i>Tab. 6. Prognóza relevantného trhu (vlastné spracovanie)</i>	48
<i>Tab. 7. Vývoj tržného podielu XY,a.s. (Štatistický úrad SR, ©2015, Výročné správy XY,a.s.)</i>	49
<i>Tab. 8. Pomerové ukazovatele podniku XY, a.s. a konkurencie (vlastné spracovanie)</i>	50
<i>Tab. 9. Hodnotenie kvality managementu (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)</i>	50
<i>Tab. 10. Hodnotenie personálnej situácie (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)</i>	51
<i>Tab. 11. Hodnotenie DM a investícií (vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)</i>	51
<i>Tab. 12. Konkurenčná sila podniku XY,a.s.(vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011)</i>	52
<i>Tab. 13. Predikcia tržného podielu podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)</i>	53
<i>Tab. 14. Prognóza tržieb podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)</i>	54
<i>Tab. 15. Majetková štruktúra XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)</i>	55
<i>Tab. 16. Horizontálna a vertikálna analýza majetkovej štruktúry XY (vlastné spracovanie)</i>	56
<i>Tab. 17. Finančná štruktúra XY, a. s. (Výročné správy XY, 2009-2013)</i>	57
<i>Tab. 18. Horizontálna a vertikálna analýza finančnej štruktúry (vlastné spracovanie)</i>	57
<i>Tab. 19. Vývoj výnosov spoločnosti XY,a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)</i>	58
<i>Tab. 20. Horizontálna a vertikálna analýza výnosov (vlastné spracovanie)</i>	59
<i>Tab. 21. Vývoj nákladov spoločnosti XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)</i>	60
<i>Tab. 22. Horizontálna a vertikálna analýza nákladov (vlastné spracovanie)</i>	60
<i>Tab. 23. Vývoj peňažných tokov spoločnosti XY, a.s. (Výročné správy XY, 2009-2013)</i>	61
<i>Tab. 24. Ukazovatele likvidity spoločnosti XY a.s. (vlastné spracovanie)</i>	62
<i>Tab. 25. Ukazovatele zadlženosti spoločnosti XY, a.s.</i>	63
<i>Tab. 26. Ukazovatele rentability spoločnosti XY a.s.(vlastné spracovanie)</i>	63
<i>Tab. 27. Ukazovatele aktivity spoločnosti XY a.s.(vlastné spracovanie)</i>	64
<i>Tab. 28. Výpočet Z-skóre spoločnosti XY, a.s.(vlastné spracovanie)</i>	65

Tab. 29. Výpočet indexu IN05 spoločnosti XY a.s. (vlastné spracovanie).....	65
Tab. 30. Prevádzkovo nepotrebný majetok podniku XY a.s. (vlastné spracovanie)	66
Tab. 31. Prevádzkovo nutný investovaný kapitál (vlastné spracovanie)	66
Tab. 32. Korigovaný VH z hospodárskej činnosti (vlastné spracovanie).....	66
Tab. 33. Prognóza tržieb podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie)	67
Tab. 34. Prognóza ziskovej marže podniku XY, a.s. (vlastné spracovanie).....	68
Tab. 35. Prognóza dôb obratu jednotlivých zložiek majetku (vlastné spracovanie)	68
Tab. 36. Prognóza ČPK (vlastné spracovanie)	69
Tab. 37. Výpočet koeficientu investičnej náročnosti rastu tržieb za minulé obdobie	69
Tab. 38. Odhad investícií pre prognózované obdobie	69
Tab. 39. Plán dlhodobého majetku a investícií.....	70
Tab. 40. Plán výkazu zisku a straty 2014 – 2017 (vlastné spracovanie)	72
Tab. 41. Plán aktív 2014 – 2017 (vlastné spracovanie)	73
Tab. 42. Plán pasív 2014 – 2017 (vlastné spracovanie).....	73
Tab. 43. Plán peňažných tokov 2014 – 2017 (vlastné spracovanie).....	74
Tab. 44. Výpočet koeficientu β pri danom zadlžení podniku (vlastné spracovanie).....	76
Tab. 45. Náklady na vlastný kapitál metódou CAPM (vlastné spracovanie)	76
Tab. 46. Priemerná rentabilita v odvetví ČR (vlastné spracovanie podľa MPO ČR, ©2005).....	77
Tab. 47. Alternatívny odhad N_{VK} (vlastné spracovanie podľa MPO ČR, ©2005)	77
Tab. 48. Náklady na vlastný kapitál (vlastné spracovanie)	77
Tab. 49. Náklady cudzieho kapitálu (vlastné spracovanie)	78
Tab. 50. Stanovenie WACC podniku 2014-2017 (vlastné spracovanie).....	78
Tab. 51. Plánovaný investovaný kapitál (vlastné spracovanie).....	79
Tab. 52. Výpočet súčasnej hodnoty 1. fázy metódou DCF entity (vlastné spracovanie)	79
Tab. 53. Pokračujúca hodnota DCF entity (vlastné spracovanie)	79
Tab. 54. Hodnota podniku XY a.s. podľa DCF entity (vlastné spracovanie)	80
Tab. 55. Výpočet súčasnej hodnoty 1. fázy metódou DCF equity (vlastné spracovanie)	80
Tab. 56. Pokračujúca hodnota DCF equity (vlastné spracovanie)	81
Tab. 57. Hodnota podniku XY a.s. podľa DCF equity (vlastné spracovanie)	81
Tab. 58. Výpočet súčasnej hodnoty 1. fázy metódou EVA (vlastné spracovanie).....	81
Tab. 59. Pokračujúca hodnota metódou EVA (vlastné spracovanie)	82

<i>Tab. 60. Hodnota podniku XY a.s. podľa EVA (vlastné spracovanie)</i>	82
<i>Tab. 61. Výpočet upraveného VH pre metódu KČV (vlastné spracovanie)</i>	83
<i>Tab. 62. Hodnota podniku XY a.s. podľa KČV (vlastné spracovanie)</i>	83
<i>Tab. 63. Súhrnné ocenenie podniku (vlastné spracovanie)</i>	84
<i>Tab. 64. Analýza citlivosti hodnoty na tempe rastu (vlastné spracovanie)</i>	84
<i>Tab. 65. Analýza citlivosti hodnoty na diskontnej sadzbe (vlastné spracovanie)</i>	85

ZOZNAM PRÍLOH

PI Účtovné výkazy XY a.s. 2009-2013

PII Plánovaný výkaz ziskov a strát a peňažný tok podniku XY a.s.

PRÍLOHA P I: ÚČTOVNÉ VÝKAZY XY A.S. 2009-2013

Tab. 66. Aktíva podniku XY a.s. 2009 – 2013 (výročné správy XY 2009-2013)

ROZVAHA		Účtovné obdobie				
Označenie	AKTIVA	2009	2010	2011	2012	2013
	SPOLU MAJETOK	111272774	132016523	130152542	120410349	116414022
A.	Neobežný majetok	29311620	28193663	31632935	30431722	31455922
A. I	Dlhodobý nehmotný majetok	66559	45800	170771	204351	148146
A. I 1	Aktivované náklady na vývoj					
	2 Software	66559	45800	170771	204351	148146
	3 Oceniteľné práva					
	4 Goodwil					
	5 Ostatný dlhodobý nehmotný majetok					
	6 Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok					
	7 Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok					
A. II.	Dlhodobý hmotný majetok	29245061	27346708	30978043	30227371	27714393
A. II. 1	Pozemky	2476434	2571903	2666138	2651988	2511584
	2 Stavby	17817043	16600020	17428825	16931946	16006122
	3 Samostatné huteľné veci a súbory huteľných vecí	7756372	6798409	9147477	9083178	7631338
	4 Pestovateľské celky trvalých porastov					
	5 Základné stádo a ťažné zvieratá					
	6 Ostatný dlhodobý hmotný majetok	27751	22205	76191	76375	65307
	7 Obstarávaný DHM	1167461	1354171	1659412	1483884	1500042
	8 Poskytnuté preddavky na DHM					
	9 Opravná položka k nadobudnutému majetku					
A.III.	Dlhodobý finančný majetok		801155	484121		3593383
A.III. 1	Podielové cenné papiere a podiely v dcérskej úč. jednotke		30189	484121		3593383
	2 Podielové cenné papiere a podiely v spol. s podst. vplyvom					
	3 Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely					
	4 Pôžičky účt. jednotke v konsolidovanom celku					
	5 Ostatný dlhodobý finančný majetok					
	6 Pôžičky s dobou splatnosti najviac jeden rok					
	7 Obstarávaný dlhodobý finančný majetok		770966			
	8 Poskytnuté preddavky na DFM					
B.	Obežný majetok	81899663	103335185	98421297	89863988	84253279
B. I	Zásoby	29418643	39226954	34041239	31101380	36675871
B. I 1	Materiál	6590027	10758276	10724541	7923121	13352986
	2 Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby	74403		7658		161323
	3 Výrobky	1902563	2706254	2144023	2035619	2831076
	4 Zvieratá					
	5 Tovar	20576892	20567742	21164915	20565423	19337007
	6 Poskytnuté preddavky na zásoby	274758	5194682	102	577207	993479

B. II.	Dlhodobé pohľadávky	2041542	1900450	1070899	759995	594982
B. II. 1	Pohľadávky z obchodného styku		813467			
2	Čistá hodnota zákazky					
3	Pohľadávky voči dcérskej úč. jednotke a materskej úč. jednotke					
4	Ostatné pohľadávky vrámci konsolidovaného celku					
5	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu					
6	Iné pohľadávky	237782	237230	309958	118400	213498
7	Odložená daňová pohľadávka	1803760	849753	760941	641595	381484
B.III.	Krátkodobé pohľadávky	49938026	54641261	63067552	57522777	46816030
B.III. 1	Pohľadávky z obchodného styku	30463570	52688765	53121686	45317354	41397371
2	Čistá hodnota zákazky					
3	Pohľadávky voči dcérskej úč. jednotke a materskej úč. jednotke	18344400	57430	8548086	9644993	2670081
4	Ostatné pohľadávky vrámci konsolidovaného celku					
5	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu					
6	Sociálne poistenie					
7	Daňové pohľadávky a dotácie	440410		1285	472605	1869
8	Iné pohľadávky	689646	1895066	1396495	2087825	2746709
B.IV.	Finančné účty	501452	7566520	241607	479836	166396
B.IV. 1	Peniaze	96016	47344	85119	62166	81157
2	Účty v bankách	405436	7519176	156488	417670	85239
3	Účty v bankách s dobou viazanosti dlhšou ako jeden rok					
4	Krátkodobý finančný majetok					
5	Obstarávaný krátkodobý FM					
C.	Časové rozlíšenie	61491	487675	98310	114639	704821
C. 1	Náklady budúcich období dlhodobé		1999		1439	
2	Náklady budúcich období krátkodobé	31488	43491	56489	68774	94681
3	Príjmy budúcich období dlhodobé					
4	Príjmy budúcich období krátkodobé	30003	442185	41821	44426	610140

Tab. 67. Pasíva podniku XY a.s. 2009-2013 (výročné správy XY a.s. 2009-2013)

Účtovné obdobie						
Označenie	PASÍVA	2009	2010	2011	2012	2013
	SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY	111272774	132016523	130152542	120410349	116414022
A.	Vlastné imanie	41987383	53890189	55510225	56157764	53949889
A. I.	Základné imanie	8374501	8374501	8374501	8374501	8374501
A. I. 1	Základné imanie	8374501	8374501	8374501	8374501	8374501
2	Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely					
3	Zmena základného imania	272720				
4	Pohľadávky za upísanie vlastné					
A. II.	Kapitálové fondy	4292903	3429023	2954403	1071932	-697734
A. II. 1	Emisné ážio	144593	144593	144593	144593	144593
2	Ostatné kapitálové fondy	7238769	7238769	7238769	7238769	7238769
3	Zákonný rezervný fond z kapitálových	6639	6639			

	vkladov					
4	Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov	-3097098	-3960978	-4428959	-6311430	-8081096
5	Oceňovacie rozdiely z kapitálových účasťí					
6	Oceň. rozdiely z precenenia pri zlúčení, splynutí a rozdelení					
A.III.	Fondy zo zisku	628498	628498			
A.III. 1	Zákonný rezervný fond z kapitálových vkladov	628498	628498			
2	Nedeliteľný fond					
3	Štatutárne fondy a ostatné fondy					
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	37560270	28691481	40093513	44145216	45711330
A.IV. 1	Nerozdelený zisk minulých rokov	37560270	37560270	47287402	50930324	52239826
2	Neuhradená strata minulých rokov		-8868789	-7193889	-6785108	-6528496
A. V.	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	-8868789	12766686	4087808	2566115	561792
B.	Záväzky	68979090	77925748	74419716	64075906	62288702
B. I	Rezervy	840036	785420	1226314	837854	1601523
B. I 1	Rezervy zákonné dlhodobé					
2	Rezervy zákonné krátkodobé	262358	346543	690044	386985	1196142
3	Ostatné dlhodobé rezervy	79436	74795	117280	58179	29889
4	Ostatné krátkodobé rezervy	498242	364082	418990	392690	375492
B. II.	Dlhodobé záväzky	1233195	1435384	1784581	2013521	2497821
B. II. 1	Dlhodobé záväzky z obchodného styku					
2	Dlhodobé nevyfakturované dodávky					
3	Dlhodobé záväzky voči dcérskej a materskej úč. jednotke					
4	Ostatné dlhodobé záväzky v rámci konsolidovaného celku					
5	Dlhodobé prijaté preddavky					
6	Dlhodobé zmenky na úhradu					
7	Vydané dlhopisy					
8	Záväzky zo sociálneho fondu	47169	60115	42241	22100	58320
9	Ostatné dlhodobé záväzky					
10	Odložený daňový záväzok	1186026	1375269	1742340	1991421	2439501
B. III.	Krátkodobé záväzky	17714268	27325050	18490414	14748826	16080856
B. III. 1	Záväzky z obchodného styku	15240515	23704003	12353847	12345849	11894800
2	Nevyfakturované dodávky	199635	273016	1997857	415838	1140141
3	Záväzky voči dcérskej účt. jednotke a materskej účt. jednotke	0				
4	Ostatné záväzky v rámci konsolidovaného celku					
5	Záväzky voči spoločníkom a združeniu	1601054	1187229	1774411		1000000
6	Záväzky voči zamestnancom	344438	597105	600103	539205	528056
7	Záväzky zo sociálneho poistenia	205567	247861	266837	280079	306165
8	Daňové záväzky a dotácie	45980	1292523	1412275	1043763	913286
9	Ostatné záväzky	77078	23313	85084	124092	298408
B.IV.	Krátkodobé finančné výpomoci		82			
B. V.	Bankové úvery	49191592	48379812	52918407	46475705	42108502
B. V. 1	Bankové úvery dlhodobé					
2	Bežné bankové úvery	49191592	48379812	52918407	46475705	42108502
C.	Časové rozlíšenie	306301	200586	222601	176679	175431
C. 1	Výdavky budúcich období dlhodobé					

2	Výdavky budúcich období krátkodobé	122031	21818	49336	8916	13171
3	Výnosy budúcich období dlhodobé	178764	173265	167762	162260	156757
4	Výnosy budúcich období krátkodobé	5506	5503	5503	5503	5503

Tab. 68. Výkaz ziskov a strát podniku XY a.s. (výročné správy 2009-2013)

Výkaz ziskov a strát	Účtovné obdobie				
	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z predaja tovaru	112 741 013	144 715 289	171 201 429	160 530 810	131 228 869
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	105 191 846	124 204 445	153 652 750	145 926 884	118 546 004
Obchodná marža	7 549 167	20 510 844	17 548 679	14 603 926	12 682 865
Výroba	30 703 716	44 534 368	57 741 512	40 520 395	46 422 362
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	30 186 243	43 632 786	57 995 559	40 320 528	45 193 022
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	462 403	868 059	-283 201	163 713	1 201 637
Aktivácia	55 070	33 523	29 154	36 154	27 703
Výrobná spotreba	32 843 400	41 690 527	56 381 145	40 612 955	43 275 774
Spotreba materiálu, energie a ostatných neskladovateľných dodávok	28 331 760	36 460 647	50 156 562	35 361 460	37 836 575
Služby	4 511 640	5 229 880	9 187 744	5 251 495	5 439 199
Pridaná hodnota	5 409 483	23 354 685	18 909 046	14 511 366	15 829 453
Osobné náklady	7 186 384	8 208 132	9 187 744	9 294 527	9 435 735
Mzdové náklady	5 221 109	6 143 790	6 839 095	6 799 329	6 851 290
Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva					
Náklady na sociálne zabezpečenie	1 770 488	1 891 757	2 132 650	2 244 701	2 353 959
Sociálne náklady	194 787	172 585	215 999	250 497	230 486
Dane a poplatky	544 656	502 357	393 257	550 928	522 827
Odpisy DNM a DHM	2 259 626	1 992 434	1 763 753	1 988 352	2 643 124
Tržby z predaja DM a materiálu	200 097	1 089 840	1 846 946	1 781 873	1 999 239
Zostatková cena predaného DM a predaného materiálu	148 629	951 993	1 569 050	1 613 202	2 821 076
Tvorba a zúčtovanie opravných položiek k pohľadávkam	5 198 984	-1 888 566	506 624	-47 501	1 125 197
Ostatné výnosy z hospod. činnosti	2 583 209	2 686 750	2 311 119	3 954 887	1 958 294
Ostatné náklady na hospod. činnosť	1 456 616	2 193 346	3 277 637	3 139 305	1 106 743
Prevod výnosov z hospod. činnosti					
Prevod nákladov na hospod. činnosť					
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	-8 602 106	15 171 579	6 369 046	3 709 313	2 132 284
Tržby z predaja cenných papierov a podielov					
Predané cenné papiere a podiely					
Výnosy z DFM					
Výnosy z cenných papierov a podielov v ovládanej osobe a v spoločnosti s podstatným vplyvom					
Výnosy z ostatných dlhových cenných papierov a podielov					
Výnosy z ostatného DFM					
Výnosy z krátkodobého FM					
Náklady na krátkodobý FM					
Výnosy z precenenia cenných papierov a výnosy z derivátových operácií	283	17 442	67 935	44 786	6 506
Náklady na precenenie cenných papie-	8 520	16 994	33 574	23 726	26 860

rov a náklady na derivátové operácie					
Tvorba a zúčtovanie opravných položiek k finančnému majetku		9 958			
Výnosové úroky	480 483	517 569	436 642	286 659	163 345
Nákladové úroky	1 334 596	1 208 604	1 487 246	961 777	659 667
Kurzové zisky	1 061 643	1 484 660	1 341 108	1 342 233	759 928
Kurzové straty	1 497 938	1 524 332	1 624 416	1 309 143	801 482
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	708 831	60 879	145 685	784	535
Ostatné náklady na finančnú činnosť	219 675	243 921	168 743	139 676	112 815
Prevod finančných výnosov					
Prevod finančných nákladov					
Výsledok hosp. z finančnej činnosti	-809 489	-923 259	-1 322 609	-759 860	-670 510
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením	-9 411 595	14 248 320	5 046 437	2 949 453	1 461 774
Daň z príjmov z bežnej činnosti	-542 806	1 481 634	958 629	383 338	899 982
- splatná		338 385	502 745	14 912	191 790
- odložená	-542 806	1 143 249	455 884	368 426	708 192
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti po zdanení	-8 868 789	12 766 686	4 087 808	2 566 115	561 792
Mimoriadne výnosy					
Mimoriadne náklady					
Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti pred zdanením					
Daň z príjmov z mimoriadnej činnosti					
- splatná					
- odložená					
Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti po zdanení					
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	-9 411 595	14 248 320	5 046 437	2 949 453	1 461 774
Prevod podielov na výsledku hospodárenia spoločníkom					
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie	-8 868 789	12 766 686	4 087 808	2 566 115	561 792

PRÍLOHA PII: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKOV A STRÁT A PEŇAŽNÝ TOK PODNIKU XY A.S.

Tab. 69. Plánovaný výkaz ziskov a strát podniku XY a.s. 2014-2017 (vlastné spracovanie)

Položka	2014	2015	2016	2017
Tržby z predaja tovaru	134 547 587	142 912 797	151 637 243	156 787 012
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	121 092 828	128 621 518	136 473 518	141 108 311
Obchodní marže	13 454 759	14 291 280	15 163 724	15 678 701
Výroba	46 078 536	48 866 939	51 775 088	53 491 677
- Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	44 849 196	47 637 599	50 545 748	52 262 337
- Zmena stavu vnútroorganizačných zásob	1 201 637	1 201 637	1 201 637	1 201 637
- Aktivácia	27 703	27 703	27 703	27 703
Výkonová spotreba	42 606 736	45 398 632	48 018 460	49 649 221
- Spotreba materiálu a energie	37 224 832	39 682 120	41 952 970	43 377 740
- Služby	5 381 903	5 716 512	6 065 490	6 271 480
Pridaná hodnota	16 926 558	17 759 587	18 920 352	19 521 158
Osobné náklady	9 624 450	9 816 939	10 013 277	10 213 543
Dane a poplatky	502 805	502 805	502 805	502 805
Odpisy	2 177 212	2 152 510	2 127 807	2 103 105
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	2 698 852	2 779 817	2 863 212	2 949 108
Ostatné náklady na hospod. činnosť	2 984 225	2 348 723	1 422 717	199 419
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	4 336 718	5 718 428	7 716 957	9 451 394
Výnosy z precenenia CP a výnosy z derivátových operácií	27 390	27 390	27 390	27 390
Náklady na precenenie CP a náklady na derivátové operácie	21 935	21 935	21 935	21 935
Výnosové úroky	163 345	163 345	163 345	163 345
Nákladové úroky	912 209	889 171	831 053	730 145
Kurzové zisky	1 197 914	1 197 914	1 197 914	1 197 914
Kurzové straty	1 351 462	1 351 462	1 351 462	1 351 462
Ostatné výnosy z finančnej činnosti	183 343	183 343	183 343	183 343
Ostatné náklady na finančnú činnosť	95 893	81 509	69 283	58 890
Výsledok hospodárenia z fin. činnosti	- 809 506	- 772 084	- 701 740	- 590 439
Zisk z predaja DM a materiálu	-2 580 594	-1 985 587	-2 005 871	-2 039 724
Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti	0	0	0	0
Daň z príjmu	208 256	651 366	1 051 963	1 364 246
Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti/úč. obdobie	738 363	2 309 390	3 957 383	5 456 985
Výsledok hospod. pred zdanením	946 619	2 960 756	5 009 346	6 821 231

Tab. 70. Plánovaný peňažný tok podniku XY a.s. 2014-2017 (vlastné spracovanie)

Položka	2014	2015	2016	2017
1) PEŇAŽNÉ TOKY Z HOSP. ČINNOSTI				
Korigovaný prevádzkový VH	4 336 718	5 718 428	7 716 957	9 451 394
Daň pripadajúca na korigovaný VH	954 078	1 258 054	1 620 561	1 890 279
Korigovaný prevádz. VH po dani (KPVH)	3 382 640	4 460 374	6 096 396	7 561 115
Úpravy o nepeňažné operácie	1 261 649	2 153 113	2 119 732	2 080 873
Odpisy dlhodobého majetku	2 177 212	2 152 510	2 127 807	2 103 105
Zmena zostatkov rezerv	-915 563	603	-8 076	-22 232
Úpravy obežných aktív (prevádzkovo nutných)	2 480 128	20 827	1 441 623	3 960 900
Zmena stavu pohľadávok	1 818 089	201 504	984 649	2 305 692
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	-632 800	431 143	407 763	553 123
Zmena stavu zásob	1 294 839	-611 821	49 210	1 102 084
Peňažný tok z hosp. činnosti celkom	7 124 417	6 634 314	9 657 750	13 602 888
2) INVESTIČNÁ ČINNOSŤ				
Investície do dlh. majetku (prevádz. nutného)	818 803	377 593	377 593	377 593
Peňažný tok z investičnej činnosti celkom	818 803	377 593	377 593	377 593
PEŇAŽNÝ TOK Z PREVÁDZKOVÉHO MAJETKU CELKOM	7 943 220	7 011 908	10 035 344	13 980 481
3) Peňažný tok z neprevádzkového majetku				
Príjmy z neprevádz. majetku a mimor. príjmy	-839 505	-793 851	-701 014	-560 435
Výnosy z dlhodobého fin. majetku				
Výnosové úroky	163 345	163 345	163 345	163 345
Nákladové úroky	912 209	889 171	831 053	730 145
Ost. fin. výnosy	183 343	183 343	183 343	183 343
Ost. fin. náklady	95 893	81 509	69 283	58 890
Diferencia v platbe dane oproti dani z KPVH	178 091	169 859	147 365	118 088
Mimoriadny výsledok hospod. pred daňami	0	0	0	0
Zisk z predaja majetku	-2 580 594	-1 985 587	-2 005 871	-2 039 724
PEŇAŽNÝ TOK Z NEPR. MAJ. CELKEM	-3 420 099	-2 779 438	-2 706 885	-2 600 159
4) FINANČNÁ ČINNOSŤ				
Zmena stavu dlhodobých záväzkov	374 673	430 874	0	0
Zmena dlhodobých bankových úverov	0	0	0	0
Zmena stavu krátkodobých bankových úverov	-1 519 385	-2 620 229	-4 287 683	-6 325 010
Zvýšenie a zníženie VK z vybraných operácií	-2 000 000	-2 000 000	-3 000 000	-5 000 000
Upísanie cenných papierov a účastí	0	0	0	0
Výplata dividend a podielov zo zisku	-2 000 000	-2 000 000	-3 000 000	-5 000 000
PENĚŽNÍ TOK Z FIN. ČINNOSTI CELKEM	-3 144 712	-4 189 355	-7 287 683	-11 325 010
Celkový peňažný tok	1 378 410	43 114	40 776	55 312
Stav peň. prostriedkov na začiatku	166 396	1 544 806	1 587 920	1 628 696
Stav peň. prostriedkov na konci	1 544 806	1 587 920	1 628 696	1 684 009