

Oceňování vybrané společnosti s využitím metody DCF

Ing. Lenka Pavlačková

Diplomová práce
2017

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2017/2018

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE (PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Ing. Lenka Pavlačková
Osobní číslo: M15274
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Finance
Forma studia: prezenční

Téma práce: Oceňování vybrané společnosti s využitím metody DCF

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši se zaměřením na problematiku oceňování podniku, používané metody a postup při oceňování podniku.

II. Praktická část

- Zpracujte analýzu vnějších a vnitřních faktorů, které ovlivňují hospodaření vybrané společnosti.
- Analyzujte vývoj finanční situace vybrané společnosti pomocí vybraných měřidel hodnocení.
- Na základě předchozích analýz zpracujte dlouhodobý finanční plán vybrané společnosti.
- Vypracujte projekt ocenění vybrané společnosti pomocí výnosové metody DCF.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. Third edition. Hoboken: Wiley, 2012, 874 s. ISBN 978-1-118-01152-2.
HITCHNER, James R. Financial valuation: applications and models. Third edition with website. Hoboken: Wiley, 2011, 1286 s. ISBN 978-0-470-50687-5.
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and manage the value of companies. Sixth edition. Hoboken: Wiley, 2015, 825 s. ISBN 978-1-118-87370-0.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Adriana Knápková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **15. prosince 2017**
Termín odevzdání diplomové práce: **17. dubna 2018**

Ve Zlíně dne 15. prosince 2017


doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitelka ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské 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/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou 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/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen přípouští-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/bakalářské 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/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považuji 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,

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

Ve Zlíně 17. 4. 2018

Jméno a příjmení: Lenka Pavlačková



.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práca sa zaoberá ocenením vybraného podniku, s využitím metódy DCF (diskontovaných peňažných tokov). Práca zobrazuje postup stanovenia hodnoty podniku, ktorý obsahuje rôzne analýzy a určenia generátorov hodnoty spoločnosti, ktoré v závere vedú k stanoveniu hľadanej hodnoty. V teoretickej časti sú definované základné pojmy, prístupy k stanoveniu hodnoty biznisu používané v praxi a postup určenia hodnoty podniku. Praktická časť je zameraná na strategickú a finančnú analýzu, ktorá tvorí základný pilier pre predikciu generátorov hodnôt a pre záverečný výpočet hodnoty podniku.

Kľúčové slova: metóda diskontovaných peňažných tokov, ocenenie podniku, investovaný kapitál, finančný plán, náklady na kapitál, diskontná miera

ABSTRACT

The master's thesis is focused on the valuation of the selected company by using the Discounted Cash Flow model. The thesis includes the process of estimation of the value of selected company where several analysis were performed to determine value generators of the company. Within the scope of the theoretical part there are definitions of the basic concepts, models to estimate the value of the enterprise used in practice and the process of determining the value of the enterprise. The practical part is focused on strategic and financial analysis, which form the basic pillars for prediction of value generators and for final estimation of value the selected company.

Keywords: Discounted Cash Flow model, valuation, invested capital, financial plan, cost of capital, discounted rate

Na začiatok diplomovej práce by som sa chcela poďakovať vybranej spoločnosti za spoluprácu pri vypracovaní projektu ocenenia spoločnosti, predovšetkým manažmentu na kontrolingovom oddelení, ktorý mi poskytoval potrebné informácie k vypracovaniu diplomovej práce.

Generácia Ypsilon, nemusím nič a môžem všetko. Možností mám milión, tak ich skúšam,
skúšam po jednom.

Michal Dušička

OBSAH

ÚVOD	11
CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE	13
I TEORETICKÁ ČASŤ	14
1 PROBLEMATIKA OCEŇOVANIA PODNIKU	15
1.1 HODNOTA PODNIKU.....	15
1.2 KATEGÓRIE HODNOTY	16
1.2.1 Tržná hodnota.....	16
1.2.2 Subjektívna hodnota.....	16
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	17
1.2.4 Kolínska škola.....	17
1.3 DÔVODY OCEŇOVANIA PODNIKU.....	17
1.3.1 Ocenenie súvisiace so zmenou vlastníctva.....	18
1.3.2 Ocenenie v prípadoch, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám	19
2 METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU	20
2.1 OCEŇOVANIE NA ZÁKLADE ANALÝZY VÝNOSOV	20
2.1.1 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov	20
2.1.2 Metóda diskontovaných peňažných tokov	21
2.1.3 Kombinované výnosové metódy.....	22
2.1.4 Metóda ekonomickej pridanej hodnoty.....	23
2.2 OCENENIE NA ZÁKLADE ANALÝZY TRHU	24
2.2.1 Ocenenie na základe tržnej kapitalizácie	24
2.2.2 Ocenenie na základe zrovnateľných podnikov	25
2.2.3 Ocenenie na základe údajov o podnikoch uvedených na burze	25
2.2.4 Ocenenie na základe zrovnateľných transakcií.....	25
2.2.5 Ocenenie na základe odvetvových multiplikátorov	25
2.3 OCENENIE NA ZÁKLADE ANALÝZY MAJETKU.....	26
2.3.1 Účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien.....	26
2.3.2 Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien.....	26
2.3.3 Substitučná hodnota na princípe úspory nákladov	27
2.3.4 Likvidačná hodnota	27
2.3.5 Majetkové ocenenie na princípe tržných cien.....	27
3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU	28
3.1 ZBER VSTUPNÝCH DÁT	28
3.1.1 Postup pri zbere dát:.....	28
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	28
3.2.1 Analýza vonkajšieho okolia	29
3.2.2 Analýza vnútorných faktorov.....	29
3.3 FINANČNÁ ANALÝZA	30
3.3.1 Horizontálna analýza.....	30
3.3.2 Vertikálna analýza.....	30
3.3.3 Pomerové ukazovatele	31
3.3.4 Rozdielové ukazovatele	34
3.3.5 Súhrnné ukazovatele	34

3.4	STANOVENIE GENERÁTOROV HODNOTY	35
3.4.1	Tržby	35
3.4.2	Prevádzková zisková marža	36
3.4.3	Pracovný kapitál	36
3.4.4	Investície do dlhodobého majetku	37
3.5	ZOSTAVENIE FINANČNÉHO PLÁNU	37
3.5.1	Postup zostavenia finančných plánov	38
3.6	POUŽITIE METÓDY DCF	38
3.6.1	Investovaný kapitál	39
3.6.2	Vymedzenie voľných peňažných tokov pre DCF entity	40
3.6.3	Vymedzenie voľných peňažných tokov pre DCF equity	42
3.6.4	Metóda DCF APV (adjusted present value).....	42
	ZHRNUTIE TEORETICKEJ ČASTI	43
II	PRAKTICKÁ ČASŤ	44
4	CHARAKTERISTIKA VYBRANEJ SPOLOČNOSTI	45
4.1	IDENTIFIKAČNÉ ÚDAJE SPOLOČNOSTI	46
4.2	VÝROBA	46
4.2.1	Priemyselné aplikácie.....	46
4.2.2	Športová optika	47
4.2.3	Vojenské aplikácie	47
5	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	48
5.1	PEST ANALÝZA	48
5.1.1	P – politické faktory	48
5.1.2	E – ekonomické faktory	50
5.1.3	Sociálne faktory	54
5.1.4	Technologické faktory	56
5.2	ANALÝZA VONKAJŠIEHO POTENCIÁLU (RELEVANTNÝ TRH).....	56
5.2.1	Veľkosť relevantného trhu	58
5.2.2	Analýza atraktivity trhu.....	59
5.2.3	Prognóza vývoja trhu	61
5.2.4	Stanovenie tržného podielu vybranej spoločnosti.....	62
5.3	ANALÝZA PORTEROVÝCH 5-SÍL	64
5.3.1	Konkurenčná rivalita	64
5.3.2	Riziko vstupu novej konkurencie.....	65
5.3.3	Substitúty.....	65
5.3.4	Zákazníci	65
5.3.5	Dodávatelia	67
5.4	SWOT ANALÝZA	69
5.5	VNÚTORNÝ POTENCIÁL PODNIKU	71
5.5.1	Manažéri a riadenie podniku	72
5.5.2	Výkonný personál oceňovaného podniku	72
5.5.3	Inovácie, výskum a vývoj	73
5.5.4	Dlhodobý majetok a investície.....	74
5.5.5	Celkové hodnotenie.....	74
6	FINANČNÁ ANALÝZY PODNIKU	78

6.1	HORIZONTÁLNA ANALÝZA	78
6.1.1	Horizontálna analýza aktív	78
6.1.2	Horizontálna analýza pasív	80
6.1.3	Horizontálna analýza výkazu zisku a straty	82
6.2	VERTIKÁLNA ANALÝZA	84
6.2.1	Vertikálna analýza aktív	84
6.2.2	Vertikálna analýza pasív	85
6.3	ANALÝZA CASH FLOW	86
6.4	ANALÝZY ROZDIELOVÝCH UKAZOVATEĽOV	86
6.4.1	Čistý pracovný kapitál	86
6.5	ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV	87
6.5.1	Ukazovatele rentability	87
6.5.2	Ukazovatele zadlženosti	88
6.5.3	Ukazovatele likvidity	88
6.5.4	Ukazovatele aktivity	89
6.6	POROVNANIE S KONKURENCIOU	89
6.7	ALTMANOV INDEX SPOLAHLIVOSTI	90
6.8	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO NUTNÝ A PREVÁDZKOVO NEPOTREBNÝ MAJETOK	91
6.8.1	Prevádzkovo – nutný investovaný kapitál	92
6.8.2	Korigovaný výsledok hospodárenia	92
7	FINANČNÝ PLÁN VYBRANEJ SPOLOČNOSTI A GENERÁTORY HODNOTY	95
7.1	PREDIKCIA AKTÍV A PASÍV	95
7.1.1	Plán investícií	96
7.1.2	Plán pracovného kapitálu	98
7.1.3	Predikcia prevádzkovo nutného investovaného kapitálu	99
7.2	PREDIKCIA VÝSLEDOVKY	99
7.2.1	Predikcia tržieb	100
7.2.2	Predikcia položiek KPVH zdola	101
7.2.3	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia	102
8	OCENENIE PODNIKU	103
8.1	INVESTOVANÝ KAPITÁL – PREVÁDZKOVO NUTNÝ	103
8.2	VOENÝ PEŇAŽNÝ TOK	103
8.3	PRIEMERNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY NA KAPITÁL (WACC)	104
8.3.1	Náklady na cudzí kapitál	104
8.3.2	Náklady na vlastný kapitál	104
8.4	OCEŇOVANIE POMOCOUCY DCF	106
8.4.1	Stanovenie výšky FCFE	106
8.4.2	Stanovenie nákladov na kapitál WACC	107
8.4.3	Záverečné ocenenie vybranej spoločnosti	107
	ZÁVER	110
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	112
	ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK	116

SEZNAM OBRÁZKŮ	118
SEZNAM TABULEK.....	120
ZOZNAM PRÍLOH.....	123

ÚVOD

Oceňovanie spoločnosti, alebo celkovo biznisu predstavuje veľmi zložitú a komplexnú problematiku, ktorej cieľom je určiť hodnotu vybraného subjektu. Keďže chod podniku ovplyvňuje veľké množstvo faktorov, je zrejmé že pri stanovení jeho hodnoty je potrebné brať tieto faktory do úvahy. V praxi existujú rôzne dôvody pre ocenenie podniku, ktoré budú spomínané aj v nasledujúcich kapitolách v rámci teoretickej časti. Môže ísť napr. o stanovenie hodnoty pre budúceho investora, ktorý môže mať potenciálny záujem o investíciu do vybranej spoločnosti.

Pre ocenenie v tejto práci bola vybraná spoločnosť, ktorej vedenie vyjadrilo záujem o ocenenie spoločnosti, vzhľadom na to, že ocenenie si vyžaduje komplexnú analýzu vnútorných aj vonkajších faktorov ovplyvňujúcich hodnotu podniku. Na základe vykonaných analýz tak podnik môže získať prehľad o jednotlivých článkoch predurčujúcich hodnotu podniku. V samotnej podstate ocenenia nejde len o stanovenie výslednej hodnoty podniku, ale o vyhodnotenie jednotlivých aspektov, na ktoré sa podnik môže kriticky pozerať a tým do budúca korigovať, resp. navyšovať hodnotu podniku. Oceňovanie tak zo sebou prináša veľké množstvo užitočných informácií pre riadenie podniku.

Práca tak reaguje na požiadavku čo najobjektívnejšieho zostavenia hodnoty podniku na základe dôkladných analýz.

Teoretická časť diplomovej práce sa zaoberá definíciou hodnoty podniku, rozoberá rôzne kategórie hodnôt podniku, dôvody ocenenia podniku, metódy využívané v praxi, základné kroky pri oceňovaní podniku a v neposlednom rade stručný popis metódy DCF, ktorá bola určená pre použitie v praktickej časti diplomovej práce na zostavenie hodnoty spoločnosti. Metóda DCF bola vybraná vzhľadom na to, že patrí medzi najpoužívanejšie metódy určovania hodnoty a jej teoretický postup má do značnej miery logický základ, čím sa myslí stanovenie hodnoty na základe predpokladaného generovania voľného peňažného toku.

Praktická časť diplomovej práce už zahŕňa konkrétne analýzy vonkajšieho, ale aj vnútorného prostredia, kde šlo o vyhodnotenie postavenia podniku z rôznych hľadísk, pre učenie jeho schopnosti generovania hodnoty do budúca. Súčasťou praktickej časti tak bude strategická a finančná analýza. Následne kapitoly zamerané na generátory hodnôt, finančný plán a rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné. Záverom praktickej časti bude už samotné ocenenie spoločnosti.

Vzhľadom na citlivosť údajov použitých v analytickej časti diplomovej práce a žiadosť vedenia spoločnosti, nebude názov spoločnosti v práci uvádzaný.

CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE

Hlavným cieľom práce je stanovenie hodnoty vybranej spoločnosti na základe metódy diskontovaných peňažných prostriedkov (DCF).

Účelom projektu je tak prísť ku konkrétnej hodnote podniku, ktorú predurčujú rôzne fundamenty, ktoré je potrebné vymedziť v rámci analytických procedúr. Stanovenie hodnoty podniku tak vytvorí postupné kroky, pri ktorých budú sledované rôzne aspekty určovania hodnoty podniku, čo vytvorí tak vedľajší cieľ diplomovej práce, a to poskytnutie relevantných informácií týkajúcich sa faktorov a aspektov pôsobiacich na tvorbu hodnoty podniku. Tieto informácie tak manažment môže využiť pri svojom strategickom riadení s cieľom navyšovania hodnoty podniku.

Pri spracovaní teoretickej časti je cieľom rešerš rôznych zdrojov zaoberajúcich sa oceňovaním a určením vnútornej hodnoty podniku. Spracovanie rešerše sa bude zameriavať na domácu, ale aj zahraničnú literatúru a vedecké články, ktoré sú venované problematike oceňovania.

Cieľom praktickej časti je vykonanie dôkladných analýz vytvárajúcich základné piliere, od ktorých sa bude ďalej vyvíjať už konkrétne ocenenie podniku. Úlohou bude venovať značnú časť analýzam, kde sa, ako podľa Damodarana, vytvára príbeh podniku, ktorý je následne potrebné pretaviť do číselného vyjadrenia. Na základe výsledkov analýz bude zostavená predikcia generátorov hodnôt, kde bude využitá lineárna regresia s prihliadnutím na významnú štatistickú závislosť medzi exogénnou a endogénnou premenou.

Vzhľadom na nedostupnosť auditovanej výročnej správy spoločnosti za rok 2017, predikcie určené v tejto diplomovej práci budú začínať od roku 2017.

Cieľom záverečnej praktickej časti bude výsledne určenie hodnoty pomocou diskontovania generovaných peňažných tokov diskontnou mierou .

Analýzy v praktickej časti diplomovej práce boli vyhotovené na základe získaných informácií o spoločnosti počas vykonávania absolventskej praxe, kde som pôsobila na oddelení kontrolingu a nákupu. Potrebné informácie boli získavané rozhovormi s pracovníkmi, pomocou smerníc a kopírovaných dát z informačného systému využívaného v podniku.

Pre získanie externých informácií bol využitý Bloomberg Terminál a internetové zdroje.

I. TEORETICKÁ ČASŤ

1 PROBLEMATIKA OCEŇOVANIA PODNIKU

Oceňovanie podniku patrí medzi zaujímavé, no nie príliš jednoduché disciplíny. Ide o vyjadrenie hodnotovej stránky hospodárskej činnosti podniku, kde je potrebné brať do úvahy viaceré faktory vplývajúce na tvorbu hodnoty podnikateľského subjektu. Proces oceňovania tak neprináša len výslednú hodnotu podniku, ale taktiež poukazuje aj na stav faktorov, ktoré danú hodnotu tvoria, čo môže byť relevantnou informáciou pre ďalšie riadenie podniku. Nasledujúce kapitoly v teoretickej časti sa budú zaoberať definíciami jednotlivých pojmov súvisiacich s oceňovaním, taktiež používanými metódami oceňovania, ako aj postupom pri oceňovaní.

1.1 Hodnota podniku

V súvislosti s oceňovaním podniku je dôležité podotknúť, že v prípade oceňovania, sa nikdy nejedná o objektívnu hodnotu podniku. Hodnota podniku je určená na základe príjmov, ktoré sú očakávané v budúcnosti, a následne prevedené na súčasnú hodnotu. Pri tejto definícii si môžeme všimnúť slovné spojenie „príjmy očakávané v budúcnosti“, čo naznačuje, že nepôjde o objektívne stanovenú hodnotu podniku. Príjmy plynúce v budúcnosti sa dajú len odhadovať a nie objektívne určiť. Pri oceňovaní tak dochádza k určeniu prognózy, ktorá sa nám javí ako viac pravdepodobnejšia. Z toho plynie, že hodnota v konečnom dôsledku nie je nič iné len viera v budúcnosť podniku, ktorá je vyjadrená v peniazoch. Z uvedeného tak vyplývajú tri skutočnosti a to:

- Hodnota podniku nie je objektívna, vzhľadom na to, že je založená na predikcii budúceho vývoja podniku. Ide len o odhad, ktorý odzrkadľuje názor autora ocenenia.
- V praxi neexistuje jednoznačný postup, alebo algoritmus, akým sa dá prísť k stanoveniu hodnoty podniku.
- Výsledná hodnota podniku je závislá na účele ocenenia a taktiež na subjekte, z ktorého hľadiska je hodnota podniku určovaná.

(Mařík, 2007)

Oceňovanie predstavuje most, ktorý spája príbehy s číslami. Každý príbeh sa stáva číslom v oceňovaní a každé číslo v ocenení má za sebou svoj príbeh. (Damodaran, c2011)

1.2 Kategórie hodnoty

Podľa Maříka (2007), v praxi rozoznávame rôzne štandardy hodnoty, ktoré vyplývajú z otázok:

- 1) Koľko je ochotný zaplatiť bežný záujemca na trhu?
- 2) Akú hodnotu predstavuje podnik pre konkrétneho kupujúceho?
- 3) Aká hodnota sa dá považovať za najmenej spornú?

V závislosti na týchto otázkach rozlišujeme 4 kategórie hodnôt:

- 1) Tržná hodnota
- 2) Subjektívna hodnota (investičná)
- 3) Objektivizovaná hodnota
- 4) Komplexný prístup na základe Kolínskej školy (Mařík, 2007)

1.2.1 Tržná hodnota

Tržnú hodnotu definuje medzinárodná organizácia pre oceňovanie (International Valuation Standards Committee - IVSC), ktorá kladie významný dôraz na túto definíciu a berie ju ako jadro celého oceňovacieho štandardu. Tržná hodnota je definovaná:

„Tržná hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok vymenený k dátumu oceňovania medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim, kde tieto dve strany by mali byť nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom by obidve strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku.“ (IVS 104: BASES OF VALUE, 2016)

1.2.2 Subjektívna hodnota

Investičná (subjektívna) hodnota, je hodnota majetku pre konkrétneho investora alebo triedu investorov so stanovenými investičnými cieľmi. Tento subjektívny pojem spája špecifický majetok so špecifickým investorom alebo skupinou investorov, ktorí majú určité investičné ciele, alebo kritéria. Investičná hodnota majetkového aktíva môže byť vyššia, ale aj nižšia než tržná hodnota majetkového aktíva. Termín investičná hodnota by nemal byť menený s tržnou hodnotou investičného majetku. (IVS 104: BASES OF VALUE, 2016)

Hlavnou charakteristikou subjektívnej hodnoty je, že peňažné toky plynúce v budúcnosti sú odhadované zásadne na základe predstáv manažérov oceňovaného podniku, alebo investora. V niektorých prípadoch sú mierne upravované smerom dole. Na rozdiel od tržnej hodnoty sa tu vychádza z predpokladu, že konkrétny subjekt očakáva v rámci zamýšľanej transakcie

určité synergie, očakáva preniknutie na nové trhy, má odlišný postoj k rizikám, je pesimistickejší, alebo naopak optimistickejší a mnoho ďalších subjektívnych faktorov. Stanovenie diskontnej miery vychádza z výnosnosti alternatívnej možnosti investovania z pohľadu subjektu, pre ktorý je ocenenie podniku určené. (Mařík, 2007)

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Je hodnota vytváraná za predpokladu, že podnik bude pokračovať vo svojej podnikateľskej činnosti. Ide o hodnotu typizovanú, ktorá je preskúmateľná inými subjektmi. Podstatou tejto hodnoty je, že je tvorená na základe stavu podniku, ktorý je v okamžiku ocenenia. Ak v hospodárení podniku nastali nejaké zmeny, berú sa do úvahy iba v takom rozsahu, v akom boli zmeny do dátumu ocenenia rozpracované a schválené. Ide predovšetkým o investície, ktoré do hodnoty podniku započítavame len v prípade, že boli schválené alebo realizované. Z pohľadu výnosov, kalkuluje iba s takou výškou výnosov, ktorá budú v budúcnosti s vysokou pravdepodobnosťou dosiahnutá, a taktiež kalkuluje aj rastové príležitosti, ktoré sa javia ako nesporné. (Valentová Worschová, 2018)

1.2.4 Kolínska škola

Kolínska škola vychádza z komplexného prístupu, kde hodnota podniku vychádza z rôznych funkcií. Medzi tieto funkcie patria: funkcia poradenská, rozhodcovská, argumentačná, komunikačná a daňová. Každéj funkcií spadajú odlišné kategórie hodnoty. Poradenská funkcia tu má spomedzi ostatných funkcií najdôležitejšiu úlohu, pretože jej úlohou je stanoviť hraničné hodnoty, v rámci ktorých by sa mala hodnota podniku pohybovať, ako pre kupujúceho, tak pre predávajúceho. Ide o určenie maximálnej ceny, ktorú by kupujúci mohol ešte zaplatiť aby v danej transakcii neprerobil, a určenie minimálnej ceny pre predávajúceho, pod ktorú by v rámci predaja nemal ísť. (Valentová Worschová, 2018)

1.3 Dôvody oceňovania podniku

V dnešnej dobe je na trhu veľa podnikov, ktoré sa v rámci svojho hospodárenia snažia byť opatrnejšie, aj vďaka skúsenostiam z hospodárskych kríz, ktoré v minulosti nastali. Mnoho podnikov tak bolo ovplyvnených touto skutočnosťou, čo sa následne odzrkadlilo aj v hodnotení (oceňovaní) podniku, ktoré sa stalo aktuálnejším a jeho význam vzrástol. Boli sme svedkami aj sprísňovania podmienok pre poskytovanie úverov zo strany bankových inštitúcií, poisťovne sa viac zamerali na hodnotenie rizík a poisťné podvody, investori sa pri inves-

tovaní do cenných papierov začali správať opatrnejšie, majitelia a manažment firiem sa stavajú zodpovednejšími k vedeniu podniku. Na základe týchto skutočností je zrejmé, že tých dôvodov na oceňovanie spoločností je viac. (Vochozka, 2011)

Princíp oceňovania podniku je celkom jednoduchá koncepcia, ktorá hovorí, že podnik, ktorý má zabezpečený rast a zisk, ktorý samozrejme prevyšuje náklady na kapitál, predstavuje podnik tvoriaci hodnotu. V skutočnosti, ak na tento princíp manažéri, finanční riaditelia a investori zabudnú, dôsledky môžu byť katastrofálne. Finančná kríza 2007-2008 je toho dôkazom. Taktiež iné ekonomické „kalamity“ a kolapsy napr. internetová bublina v roku 1990 mohla byť dôsledkom nepochopenia a neaplikovania už spomínaného jednoduchého princípu oceňovania. V časoch kríz sa tak začne volať po zmenách, kde sa politici snažia zaviesť viac regulácií a fundamentálnych zmien v oblasti podnikových kontrol. Tak ako to bolo aj po kríze 2007-2008. Akademici, ale taktiež aj biznis lídri, sa snažili viesť podniky k širšiemu zameraniu na stakeholderov. Záujmom podniku by nemalo byť len zvyšovanie hodnoty pre majiteľov podniku, ale taktiež zobrať zodpovednosť a staranie sa o ostatných stakeholderov, ktorými sú zákazníci, dodávatelia, zamestnanci a lokálne komunity. Dokonca niektorí boli aj extrémnejšieho názoru, ktorí si mysleli, že povinnosťou podniku je aj podpora zdravého životného štýlu a riešenie sociálnych otázok v krajine. Niektoré z týchto impulzov sa javia ako naivné, a je jasné, že nie každá spoločnosť je naklonená k takýmto postojom. Ale v súvislosti s týmto je potrebné si uvedomiť, že takýto prístup dokáže viesť podnik k dlhodobej prosperite, čo sa následne vie premietnuť aj vo vnútornej hodnote podniku. Najlepší manažéri nešetria bezpečnosťou, nerobia rozhodnutia ničiace hodnotu podniku a nepoužívajú účtovníctvo a finančné „zlepšováky“ na vykresľovanie krátkodobej prosperity, pretože takéto konanie podkopáva vnútornú hodnotu podniku, čo je v konečnom dôsledku dôležité ako pre shareholders, tak aj pre stakeholders. (Koller, Goedhart a Wessels, 2015)

Samotné ocenenie predstavuje určitý druh služby, ktorý je určený pre spotrebiteľa, ktorý má z daného ocenenia určitú formu úžitku. Tento úžitok je závislý od toho, pre koho bolo dané ocenenie vytvorené a k akému cieľu má ocenenie slúžiť. V súvislosti s tým sa rozlišuje, či dané ocenenie súvisí so zmenou vlastníctva alebo nie.

1.3.1 Ocenenie súvisiace so zmenou vlastníctva

- 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
- ocenenie v súvislosti s povinnou ponukou na prevzatie pri ovládnutí cieľovej spoločnosti
- ocenenie v súvislosti s fúziou
- ocenenie v súvislosti s rozdelením spoločnosti

1.3.2 Ocenenie v prípadoch, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám

- zmena právnej formy spoločnosti
- zastavenie obchodného podielu
- ocenenie v súvislosti s poskytovaním úveru
- ocenenie v súvislosti so sanáciou podniku

(Mařík, 2007)

Hodnotenie podniku si môže vyžiadať interný alebo externý subjekt. Medzi interné subjekty zaraďujeme management firmy alebo majiteľov, ktorí potrebujú poznať hodnotu firmy v rámci riadenia spoločnosti. Medzi externé subjekty, ktoré sa zaujímajú o hodnotu podniku, zaraďujeme dodávateľov, odberateľov, banky, poisťovne, kooperujúcich partnerov a zamestnancov. Sú to subjekty, ktorých hodnota daného podniku ovplyvňuje, preto je logické, že majú záujem o takýto druh informácie. (Vochozka, 2011)

2 METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU

V praxi sa používajú viaceré metódy na určenie hodnoty podniku. Záleží od viacerých faktorov, ktoré z daných metód sú pre ocenenie tie najvhodnejšie. Stručný prehľad týchto metód je zhrnutý v tejto kapitole.

2.1 Oceňovanie na základe analýzy výnosov

Tento spôsob oceňovania vychádza zo základného jadra, ktoré predurčuje chod biznisu a to je tvorba peňazí. Tento princíp sa dá vysvetliť jednoduchou otázkou, na ktorej je postavený:

Ak mám investovať čas, peniaze a úsilie do vlastníctva podniku, aký ekonomický prínos mi podnikanie vie poskytnúť, a kedy?

Jednoducho povedané ide o očakávanie ekonomických benefítov (ziskov) v budúcnosti. Tým, že podnikateľ investuje do podnikania peniaze, existuje tu aj riziko spojené s podnikaním. Takže okrem toho, že je potrebné zistiť v akej výške nám dané podnikanie prinesie hodnoty v budúcnosti, je dôležité pri výnosovom prístupe taktiež určiť riziko, ktoré s tým súvisí. Vzhľadom na to, že hodnota podniku pri oceňovaní je stanovená v súčasnosti, musia byť očakávané výnosy aj s rizikom prevedené na súčasnú hodnotu (Present value). Ocenenie na základe výnosov v praxi používa dva základné prevody na súčasnú hodnotu, a to metódami kapitalizácie a diskontovania. (Business Valuation: the Three Approaches, 2018)

2.1.1 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Tejto metóde sa častokrát hovorí aj metóda kapitalizovaných ziskov. Jej použitie nájdeme predovšetkým v Európe, konkrétne v nemecky hovoriacich krajinách. Preferovanie tejto metódy v týchto krajinách, je v dôsledku uvedomovania si značných nevýhod metódy DCF, kde sú značné problémy a komplikácie pri predikcii voľného peňažného toku. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov v rámci svojej aplikácie vychádza z minulosti podniku, kde si všima výkazy ziskov a strát a taktiež súvahy. Zameriava sa zhruba na 3 až 5 rokov do minulosti. Pri výpočte sa vychádza z tzv. čistých výnosov, čo predstavuje upravený výsledok hospodárenia po zdanení, od ktorého sú na rozdiel v porovnaní s DCF metódou, odčítané aj úroky.

Výpočet odnímateľného čistého výnosu

Upravené hospodárske výsledky sú následne základom pre ďalší výpočet odnímateľného čistého výnosu. Ten predstavuje prostriedky, ktoré sú rozdelené medzi vlastníkov, bez toho

aby sa porušil chod podniku . Na základe zistenia odnímateľného čistého výnosu v minulosti, je možné predpovedať ich výšku v budúcnosti, ktorá sa stanovuje dvoma spôsobmi:

Paušálny spôsob – stanovenie hodnoty budúceho odnímateľného čistého výnosu sa určuje podľa váženého priemeru minulých upravených čistých výnosov.

Analytický spôsob – tento spôsob sa opiera o zanalyzovanie pôsobiacich faktorov na výšku odnímateľného čistého výnosu v minulosti a skúma zotrvačnosť pôsobenia týchto faktorov do budúca, a taktiež si všíma potenciálne nové faktory. S prihliadnutím týchto vplyvom sa určujú odnímateľné čisté výnosy predpokladané v budúcnosti.

Hodnota podniku sa vypočíta pomocou kalkulovanej úrokovej miery so vzorcom napr. pre večnú rentu, s využitím dvoj alebo trojfázovej metódy, alebo využitím vzorca pre podnik s obmedzenou životnosťou. (Mařík, 1998)

2.1.2 Metóda diskontovaných peňažných tokov

Metóda DCF je metódou ocenenia, ktorej jednou z úloh je určiť atraktivitu investičnej príležitosti. DCF metóda používa pri stanovení hodnoty určenie budúcich voľných CF podniku a určenie diskontnej miery, pomocou ktorých prichádza na súčasnú hodnotu podniku. Súčet diskontovaných budúcich CF následne znamená ocenenie potenciálu pre investorov. V prípade ak je hodnota podniku na základe DCF vyššia ako náklady investície v súčasnosti, príležitosť je hodnotená ako výhodná. (Introduction To Discounted Cash Flow Valuation, 2018)

Vzorec pre výpočet súčasnej hodnoty (Present value):

$$PV = CF_1 / (1+k) + CF_2 / (1+k)^2 + \dots [TCF / (k - g)] / (1+k)^{n-1}$$

Kde:

PV – súčasná hodnota

CF_i – CF v roku i

k – diskontná úroková miera

TCF – pokračujúca hodnota

g – miera rastu

n – počet období v oceňovaní

DCF je vo všeobecnosti obľúbenou metódou v praxi, no má svoje nedostatky. Vychádza zo subjektívnych predpokladov, ktoré sú závislé od samotného oceňovateľa. Čo i len malá zmena pri predikcii CF, alebo pri určení diskontnej úrokovej miery, dokáže vo výslednej hodnote urobiť značné rozdiely. Vstupy, ktoré vytvárajú konečné ocenenie sa neustále menia a sú náchylné k chybám, čo predstavuje hlavnú nevýhodu využitia DCF. Analýza CF predstavuje kľúčový nástroj analytikov k oceňovaniu. Metódu DCF často používajú pre zistenie aktuálnej hodnoty podniku podľa svojich odhadovaných budúcich peňažných prostriedkov. U investorov je hlavným záujmom zistiť, čo poháňa hodnotu podielu, ktorý by mohli vlastniť. (Introduction To Discounted Cash Flow Valuation, 2018)

Veľký význam dali využitiu metódy DCF práve rôzne účtovné škandály, ktoré vznikli na základe nevhodných výpočtov príjmov a kapitálových výdavkov. V minulosti dochádzalo k spochybňovaniu kvality zisku a spoľahlivosti štandardných oceňovacích metrík ako je pomer P/E. Na základe tejto nespokojnosti sa tak investori vo väčšej miere začali obracať na analýzu voľného CF, čo predstavuje transparentnejšiu metriku zobrazujúcu výkonnosť podniku. Vzhľadom na túto transparentnosť ide o metódu, ktorá si vyžaduje oveľa viac práce v oblasti analýz, kde si ale na druhej strane investori môžu urobiť dobrý obraz o kľúčových faktoroch hodnoty podniku. Ďalšou výhodou je to, že pri aplikácii DCF je viac pravdepodobné, že nebude odzrkadľovať neadekvátne účtovné postupy (úmyselné skresľovanie výkazov), ktoré mohli byť v podniku aplikované. (Introduction To Discounted Cash Flow Valuation, 2018)

Damodaran (2005) v jednej zo svojich publikácií uvádza, že použitie modelu DCF je zostavenie ocenenia na základe viery a predpokladu, kde očakávame že aktíva majú vnútornú hodnotu, a snažíme sa ju odhadnúť tým, že sa pozrieme na fundamenty majetku. Problém však spočíva v tom, že nikto z nás nikdy nevie, aká skutočná hodnota oceňovaného aktíva je, a dokonca neexistuje ani spôsob zistenia, či dané ocenenie je skutočnosti blízke.

2.1.3 Kombinované výnosové metódy

Pri kombinovaných výnosových metódach počítame s kombináciou výnosových metód a metód majetkových. Často sa v praxi používa aj pojem metóda strednej hodnoty. Pri tejto hodnote sa postupuje spôsobom, že sa spriemerujú výnosové a substančné (majetkové) hodnoty. V niektorých odvetviach má substančná hodnota iný význam, preto sa používa namiesto jednoduchého priemerovania vážený priemer. (Mařík, 1998)

Ďalšou metódou je metóda kapitalizovaných čistých výnosov, čo predstavuje kombináciu substancie a hodnoty firmy, kde hodnota firmy je chápaná ako rozdiel medzi výnosovou a substančnou hodnotou. Vyjadruje aj také hodnoty, ako je stály okruh zákazníkov, systém riadenia a podobne. (Mařík, 1998)

2.1.4 Metóda ekonomickej pridanej hodnoty

Ekonomicky pridaná hodnota, alebo inak EVA (Economic Value Added) predstavuje významné hodnotiace meradlo výkonnosti podniku. Princíp tejto metódy tkvie v myšlienke, že podnik, ktorý vytvára hodnotu pre vlastníkov musí zabezpečiť, že prínos z investovaného kapitálu musí byť väčší, než vynaložené náklady na tento kapitál.

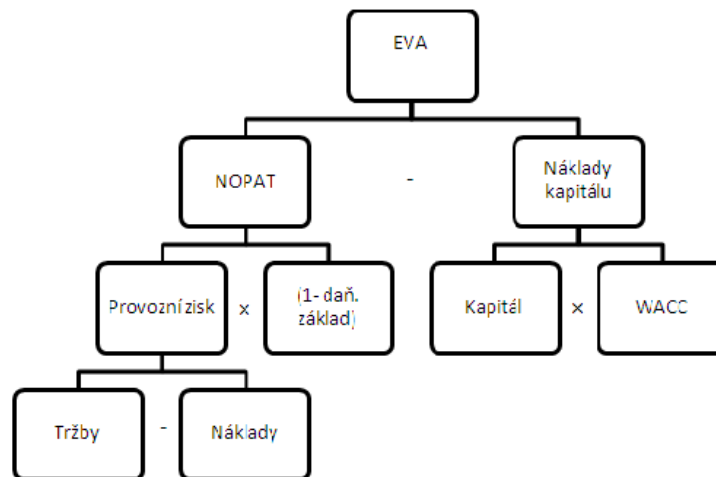
Vzorec:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

kde:

EVA	– ekonomická pridaná hodnota
NOPAT	– prevádzkový výsledok hospodárenia (NOPAT = EBIT * (1-t))
WACC	– priemerné náklady na celkový dlhodobý investovaný kapitál
C	– celkový dlhodobý investovaný kapitál
t	– sadzba dane z príjmu

V prípade ak EVA je väčšie ako nula, znamená to, že daný podnik vytvára hodnoty pre svojich vlastníkov, ak je menšia ako nula, dochádza k poklesu hodnoty podniku. EVA rovnajúca sa nule predstavuje stav, kedy sa investovaná hodnota vracia vlastníkom bez zhodnotenia. (Ekonomická pridaná hodnota: EVA - Economic Value Added, 2016)



Obr. 1 Rozklad EVA (Ekonomická přidaná hodnota: EVA - Economic Value Added, 2016)

2.2 Ocenenie na základe analýzy trhu

Tento druh metódy sa často využíva v nemecky hovoriacich krajinách. Nasledujúcich podkapitolách sú popísané konkrétnejšie metódy spadajúce do analýz na základe trhu.

2.2.1 Ocenenie na základe tržnej kapitalizácie

Ocenenie podniku na základe tržnej kapitalizácie je ocenenie založené na celkovej hodnote emitovaných akcií.

Vzorec:

$$\text{Tržná kapitalizácia} = \text{počet emitovaných akcií} * \text{hodnota akcií}$$

Trhová kapitalizácia ukazuje, koľko by investora stálo, keby kúpil celú spoločnosť (všetky akcie) v aktuálnej hodnote podielov. Ak cena akcie firmy klesá, tržná kapitalizácia klesá takisto, ak rastie, rastie aj tržná kapitalizácia. Ide o jednoduchú metódu, v rámci ktorej sa dostávajú jednoduché a rýchle informácie, ktoré umožňujú vytvoriť prvotný obraz o podniku, bez toho aby sa analyzovali výkazy spoločnosti. (Market capitalisation: the value of a company, 2018)

2.2.2 Ocenenie na základe zrovnateľných podnikov

Ocenenie pozostáva z porovnávania prevádzkových ukazovateľov v skupine „rovesníkov“, teda porovnateľných konkurentov oceňovaného podniku. Môže ísť o zoskupenie podnikov založené na rôznych kritériách ako napr. podniky patriace do rovnakého priemyslu, podniky s podobnou veľkosťou alebo rastovými vlastnosťami a pod.. Táto metóda má využitie v poradenstvách, pri reštrukturalizáciách, pri odkúpení vlastných akcií a taktiež pri IPO ponukách. (Comparable Companies Analysis, 2018)

Metóda používa relatívne ocenenie hodnoty spoločnosti, v ktorom sa využívajú násobky oceňovacích metrík, ako napríklad trhovú kapitalizácia, na určitú metriku výkonu ako je napr. zisk. Oceňovanie na základe zrovnateľných podnikov je v zásade ľahko realizovateľné, aj vzhľadom na to, že informácie potrebné pre realizáciu sú pomerne široko dostupné. (Comparable Company Analysis, 2013)

2.2.3 Ocenenie na základe údajov o podnikoch uvedených na burze

Táto varianta vychádza z postupu, kde sa hodnota akcie podniku odvodí od hodnoty iných zrovnateľných podnikov. Postupnosť je podobná ako pri oceňovaní na základe zrovnateľných podnikov, odlišný je len rozsah dostupných dát, kde v tomto prípade ide o menší rozsah údajov. Tento postup má viac-menej len podporný význam pri oceňovaní. (Zima, 2016)

2.2.4 Ocenenie na základe zrovnateľných transakcií

Postup je podobný ako v predchádzajúcom prípade, kde ale dochádza k stanoveniu hodnoty na základe skutočne zaplatených cien porovnateľných podnikov, ktoré boli v nedávnej dobe predané. Pri tomto spôsobe môžeme ihneď získať hodnotu podniku ako celku a nemusí dochádzať k prepočtom na akciu. (Zima, 2016)

2.2.5 Ocenenie na základe odvetvových multiplikátorov

Metóda patrí medzi používanéjšie metriky v praxi. Pri zostavení hodnoty podniku sa zisky, alebo tržby spoločnosti vynásobia určeným multiplikátorom, ktorý vychádza z priemeru odvetvia. Multiplikátor je určený na základe priemeru tržieb v danom odvetví. Pri použití tejto metódy vzniká niekoľko problémov. Jedným z nich je ten, že metóda neberie do úvahy dôležité faktory, ako je ziskovosť, CF a iné ukazovatele dôležité pre spoločnosť. Druhým problémom je ten, že neberie do úvahy rôzne faktory odlišnosti medzi podnikmi, vzhľadom na

to, že počíta s odvetvovým priemerom. Neberie do úvahy tak zásadné informácie o rozdieloch ohľadom značky, zákaznickej základne, veľkosti podniku a podobne. (Valuation Formulas: Multiplier or Market Valuation, 2014)

2.3 Ocenenie na základe analýzy majetku

2.3.1 Účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien

Zistenie účtovnej hodnoty vlastného kapitálu na princípe historických cien je vcelku jednoduchá záležitosť. Hodnota vlastného kapitálu je v tomto prípade rozdiel hodnoty celkových aktív, ktorú poznáme z účtovníctva a účtovnej hodnoty všetkých záväzkov spoločnosti. Výhodou prístupu je, že ide o jednoduché a preukázateľné zistenie hodnoty. Nevýhodou však je, že nie vždy zodpovedá zistená hodnota skutočnosti. Preto je potrebné upraviť niektoré položky, na ich aktuálnu hodnotu, ako napr. hodnotu zásob previesť na aktuálnu nákupnú, alebo predajnú cenu. Ďalšie zmeny môžu nastať napr. v pohľadávkach, kde môžeme znížiť hodnotu v závislosti na pravdepodobnosti, podľa ktorej budú skutočne splatené. Problém je však, že oblasť investičného majetku je vedená v historických cenách. (Zima, 2016)

2.3.2 Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien

Zisťovanie hodnoty majetku je na základe reprodukčných cien majetku, teda cien, za ktoré by bolo možné majetok obstarat' pri znovuvybudovaní oceňovaného podniku. Tieto reprodukčné ceny sa zisťujú pre jednotlivé aktíva zvlášť s prihliadnutím na ich aktuálne opotrebenie. Rozlišujeme dva druhy substančnej hodnoty:

- a) *Úplná substančná hodnota* – berie do úvahy pri znovuvybudovaní podniku aj hodnotu nehmotných aktív, ako sú patenty, ochranné známky aj know-how)
- b) *Neúplná substančná hodnota* – berie do úvahy len manipulovateľný majetok (hmotný aj nehmotný)

Brutto hodnota = súhrn aktuálnych reprodukčných cien jednotlivých položiek majetku – opotrebenie

Netto hodnota (hodnota VK) = hodnota brutto – reálne ocenenie všetkých záväzkov

(Zima, 2016)

2.3.3 Substitučná hodnota na princípe úspory nákladov

Tento druh metódy sa využíva pri rozhodovaní sa medzi kúpou alebo vybudovaním nového podniku, alebo pokiaľ je nám známa pravdepodobná úroveň budúcich výnosov. Hodnotu podniku stanovujeme na základe možnosti nahradiť výdaje spojené s vybudovaním nového podniku. Nedochoádza tu k oceňovaniu jednotlivých položiek. Metóda vychádza z troch princípov a to, že hodnota podniku je spojená s budúcnosťou, podnik sa oceňuje ako celok a ide o subjektívny prístup. (Mištek, 2004)

2.3.4 Likvidačná hodnota

Likvidačná hodnota predstavuje súhrn peňažných prostriedkov, ktoré je schopná spoločnosť získať predajom jednotlivých častí podniku. Predstavuje tak súčet predajných cien jednotlivých častí. Ide o spodnú hranicu hodnoty podniku. V prípade, ak sa pri oceňovaní používa aj metóda diskontovaných peňažných tokov, a jej hodnota v tomto ocenení je vyššia, berie sa do úvahy hodnota likvidačná. Pri rozhodovaní o sanácií, by sa malo k sanácií pristúpiť len v prípade, ak sa zistí, že hodnota podniku podľa výnosových metód je vyššia než likvidačná hodnota. V niektorých prípadoch sa likvidačná hodnota radí do výnosových metód, vzhľadom na to, že predstavuje peňažný tok plynúci vlastníkovi pri predaji podniku. (Mištek, 2004)

2.3.5 Majetkové ocenenie na princípe tržných cien

V tomto prípade sa oceňuje každá položka aktív zvlášť, tak ako to bolo pri substančnej hodnote na princípe reprodukčných cien. V metóde sa však nejedná o reprodukčné ceny, ale o tržné hodnoty. Hodnota vlastného kapitálu tak predstavuje rozdiel medzi celkovým súčtom tržných hodnôt majetkových položiek a celkových záväzkov. Tento typ metódy sa využíva v investičných spoločnostiach a podnikoch holdingového charakteru. (Oubrecht, 2013)

3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU

Oceňovateľ na to aby určil výslednú hodnotu podniku musí vykonať niekoľko krokov kým sa dostane k výslednej hodnote. Táto kapitola sa venuje stručnému popisu základného postupu pri stanovení hodnoty podniku.

3.1 Zber vstupných dát

Neodmysliteľnou súčasťou oceňovania predstavuje zber dát, ktoré môžu byť interné alebo externé. Zdroje rôznych informácií, či už finančné, alebo nefinančné môžu byť veľmi užitočné pre určenie postavenia podniku na trhu a jeho následné ocenenie. Interné informácie sú poskytované samotnou spoločnosťou, medzi ktoré patria rozpočet, súvaha, výkaz zisku a strát, rôzne iné výkazy, plány a projekty. Interné zdroje môžu byť vytvorené aj inými subjektmi ako sú napr. reporty audítorských firiem a podobne. Externé informácie vychádzajú primárne z vonkajších zdrojov, medzi ktoré patria rôzne správy ministerstiev, štátnych a iných verejných inštitúcií, z novín a pod.

Každé oceňovanie vychádza zo zberu dát. Ide o prvotný úkon, ktorý zahŕňa napr. aj rozhovor s manažérmi podniku alebo návštevy jednotlivých prevádzok podniku, kde ide o získavanie interných informácií. Avšak je dôležité podotknúť, že len s internými informáciami si nevystačíme. Externé informácie sú takisto dôležité z hľadiska dôležitosti ich vplyvu na podnik.

3.1.1 Postup pri zbere dát:

- 1) Určenie, ktoré informácie sú potrebné.
- 2) Určenie, kde je možné potrebné informácie nájsť.
- 3) Určenie stratégie vyhľadávania potrebných informácií.
- 4) Vyhodnotenie získaných informácií. (Hitchner, c2011)

3.2 Strategická analýza

Podľa Hitchnera (c2011) je strategická analýza súbor používaných analytických techník, ktoré slúžia na zistenie fungovania podniku a jeho reakcie na rôzne faktory, ktoré naň pôsobia. Ide o identifikáciu vzťahov, ktoré vznikajú medzi podnikom a okolím. Do tohto okolia spadajú makrookolie, konkurencia, konkurenčné sily a potenciál podniku. Úlohou týchto strategických analýz je identifikácia faktorov a ich ohodnotenie, o ktorých sa dá povedať, že majú významný dopad na podnik. V konečnom dôsledku tak ide o získavanie informácií, ktoré dokážu objasniť pravdepodobný vývoj podniku v budúcnosti.

Strategickú analýzu rozdeľujeme na dva základné smery analýz a to na analýzu vonkajšieho okolia, a analýzu vnútorných zdrojov a schopnosti podniku. (Sedláčková a Buchta, 2006)

3.2.1 Analýza vonkajšieho okolia

Analýza vonkajšieho okolia zahŕňa analýzu relevantného trhu a jeho prognózu. Je potrebné jednoznačne vymedziť relevantný trh z hľadiska vecného, teritoriálneho, z hľadiska zákazníkov a konkurentov. Výsledkom stanovenia relevantného trhu by malo byť:

- získanie základných dát o trhu
- stanovenie atraktivity trhu
- vypracovanie prognózy trhu (Mařík, 2007)

Pri tejto časti strategickej analýzy sa môže použiť napr. PEST analýza, ktorá si všíma politické, ekonomické, sociálne a technologické faktory okolia, vplyvajúce na hospodárenie podniku. Ďalej môže byť využitá aj časť SWOT analýzy, ktorá je venovaná externým faktorom, kde ide o identifikáciu možností a hrozieb pre podnik na trhu. (Sedláčková a Buchta, 2006)

3.2.2 Analýza vnútorných faktorov

Analýza vnútorných faktorov, predstavuje stanovenie konkurenčnej sily podniku a zhodnotenie jeho schopnosti a potenciálu do budúcnosti. Výsledkom by mala byť:

- analýza vnútorného potenciálu a určenie konkurenčnej sily
- identifikácia hlavných konkurentov
- stanovenie tržného podielu oceňovaného podnik (Mařík, 2007)

Pri analyzovaní vnútorných faktorov a stanovení konkurenčných síl podniku je vhodné použiť analýzu 5 Porterových síl, alebo taktiež druhú časť SWOT analýzy zameranej na interné faktory, a to identifikáciu silných a slabých stránok podniku. Strategická analýza by sa nemala zaoberať bez hlbšej analýzy managementu firmy, výkonnosti zamestnancov, inovačnej a investičnej politiky. (Schmidlin, 2014)

Sledovanie podniku pomocou strategickej analýzy z dvoch strán, a teda prostredníctvom vonkajších a vnútorných faktorov by malo dospieť k stanoveniu perspektívnosti podniku a následne k prognóze tržieb.

3.3 Finančná analýza

Finančná analýza je jedným z nástrojov, ktorý pomáha pri finančnom riadení podniku. Dáva spätný pohľad na to, ako si podnik viedol v minulosti a v súčasnosti, a poukazuje tak na rôzne faktory, ktoré daný podnik ovplyvňovali. Na základe týchto získaných informácií sa podnik ďalej rozhoduje vo svojich riadiacich otázkach. Pri finančnej analýze dochádza k analyzovaniu výkazov, kde sa hodnotí zdravie podniku prostredníctvom skúmania súvahy, výkazu zisku a strát, a výkazu cash flow. Pritom dochádza k hodnoteniu zadlženosti, likvidity, rentability, aktivity a iných ukazovateľov. Nasledujúce podkapitoly ukazujú, na čo sa podnik v rámci svojej finančnej analýzy môže zamerať. (Pavelková a Knápková, 2012)

Pri skúmaní finančných výkazov by sme si mali vedieť odpovedať na štyri základné otázky, ktoré vo svojej publikácii uvádza Damodaran (c2012).

- 1) Akú hodnotu má majetok (aktíva) firmy
- 2) Akým spôsobom je majetok financovaný
- 3) Ako rentabilný je majetok firmy
- 4) Koľko rizika nesie majetok vložený do podnikania

3.3.1 Horizontálna analýza

Horizontálna analýza predstavuje kvantifikáciu medziročných zmien, ktorá môže byť vyjadrená buď v percentuálnych alebo absolútnych hodnotách. Pri percentuálnom vyjadrení je potrebné si všimnúť aj absolútne hodnoty, pretože výrazné percentuálne zmeny nemusia v skutočnosti znamenať výraznú zmenu v absolútnych hodnotách a naopak. Môžeme si tak všimnúť medziročnú zmenu v položkách súvahy, ale aj iných výkazov. (Kislingerová a Hnilica, 2008)

3.3.2 Vertikálna analýza

V prípade vertikálnej analýzy si všimáme napr. vzťah určitej položky súvahy k nejakej veličine, zvyčajne k celkovej bilančnej sume. Všimáme si tak pomer jednotlivých položiek k celkovej hodnote veličiny. (Kislingerová a Hnilica, 2008)

3.3.3 Pomerové ukazovatele

Pomerové ukazovatele patria medzi najpoužívanjšie ukazovatele v praxi, vďaka svojej schopnosti získať relatívne rýchlu predstavu o podniku a jeho základných finančných charakteristikách. Týchto ukazovateľov je pomerne veľa, a preto sa zaraďujú do nasledujúcich skupín.

Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability patria medzi najpoužívanjšie ukazovatele vzhľadom na ich informovanosť o efekte podnikania, ktorý bol dosiahnutý vloženým kapitálom. Obecný tvar tak vyzerá nasledovne:

$$\frac{\text{Výnos}}{\text{Vložený kapitál}}$$

Základné ukazovatele rentability:

1) ROA (rentabilita aktív)

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Aktíva}}$$

2) ROE (rentabilita VK)

$$\frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

3) ROS (rentabilita tržieb)

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Tržby}}$$

(Kislingerová a Hnilica, 2008)

Ukazovatele aktivity

Ukazovateľ je zameraný na využitelnosť určitého aktíva podniku. Tento ukazovateľ sa dá vyjadriť dvoma spôsobmi a to pomocou doby obratu a obrátkovosti. Každé odvetvie dosahuje iné hodnoty v oblasti ukazovateľov aktivity, preto je vhodné porovnávať podniky v rámci jedného odvetvia.

Základné ukazovatele aktivity:1) *Obrat aktív*

$$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}}$$

2) *Obrat zásob*

$$\frac{\text{Tržby}}{\text{Zásoby}}$$

3) *Doba obratu aktív*

$$\frac{\text{Aktíva}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

4) *Doba obratu zásob*

$$\frac{\text{Zásoby}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

5) *Doba inkasa pohľadávok*

$$\frac{\text{Pohľadávky}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

6) *Doba úhrady kr. záväzkov*

$$\frac{\text{Krátkodobé záväzky}}{\left(\frac{\text{Tržby}}{360}\right)}$$

(Kislingerová a Hnilica, 2008)

Ukazovatele zadlženosti

Tento ukazovateľ sleduje vzťah medzi financovaním pomocou cudzích a vlastných zdrojov. Je potrebné podotknúť, že vyššia zadlženosť nemusí mať vždy negatívny vplyv na hospodárenie podniku, priam naopak, vyššia finančná páka tak môže zvyšovať rentabilitu vlastného kapitálu.

Základné ukazovatele zadlženosti:1) *Equity ratio*

$$\frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Aktíva}}$$

2) *Debt ratio I*

$$\frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Aktíva}}$$

3) *Debt – Equity ratio*

$$\frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

4) *Úrokové krytie*

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}$$

(Kislingerová, Finančná analýza, str. 31-36)

Ukazovatele likvidity

V tomto prípade sa informujeme o schopnosti podniku splácať svoje záväzky. Ide o pomer prostriedkov, ktorými sa dá zaplatiť, k tomu, čo je potrebné zaplatiť. Podľa likvidnosti prostriedkov rozlišujeme tri základné druhy ukazovateľov likvidity.

1) *Bežná likvidita*

$$\frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}}$$

2) *Pohotová likvidita*

$$\frac{\text{Krátkodobé pohľadávky} + \text{Krát. finančný majetok}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}}$$

3) *Hotovostná likvidita*

$$\frac{\text{Krátkodobý finančný majetok}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}}$$

(Pavelková a Knápková, 2012)

3.3.4 Rozdielové ukazovatele

Čistý pracovný kapitál

ČPK predstavuje časť obežného majetku, ktorá je financovaná dlhodobými zdrojmi. Na základe svojej dlhodobosti vytvára pomyselný vankúš, od ktorého sa očakáva tlmenie výkyvov v rámci podnikateľskej činnosti. Výpočet pracovného kapitálu vychádza z využitia hodnôt, ktoré sa používajú pri výpočte celkovej likvidity. V tomto prípade však nejde o pomerové ukazovatele, ale o rozdiel medzi obežnými aktívami a krátkodobými cudzími zdrojmi. Je zrejmé, že pre podnik je dôležité, aby dosahoval pri tomto ukazovateli kladných hodnôt, no príliš veľká hodnota môže na druhej strane brzdiť výnosnosť. (Celková likvidita a pracovný kapitál, 2018)

Súvaha	
Dlhodobý majetok (stále aktíva)	Vlastný kapitál / imanie
Čistý prevádzkový kapitál	Dlhodobý cudzí kapitál
Krátkodobý majetok (obežné aktíva)	Krátkodobý cudzí kapitál
Σ majetok	= Σ vl. imanie a záväzky

Obr. 2 Čistý pracovný kapitál (Združenie podnikateľov Slovenska, 2008)

3.3.5 Súhrnné ukazovatele

Úlohou tohto ukazovateľa je súhrnné zlučiť vybrané ukazovatele do jednej charakteristiky, ktorá by bola schopná rozlíšiť podniky na zdravé a bankrotujúce. Častokrát sú nazývané aj ako bankrotné indikátory. Medzi najznámejšie súhrnné ukazovatele patria nasledovné:

Altmanov model spoľahlivosti – tzv. Z – skóre

$$Z - \text{skóre} = 1,2 * \frac{\text{ČPK}}{\text{Aktíva}} + 1,4 * \frac{\text{Nerozdelené zisky}}{\text{Aktíva}} + 3,3 * \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktíva}} + 0,6 * \frac{\text{Tržná hodnota VK}}{\text{Cudzí zdroje}} + 1,0 * \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}}$$

Z - skóre	> 2,99	uspokojivá finančná situácia
Z - skóre	<1,81;2,99>	nevyhradená finančná situácia
Z - skóre	< 1,81	veľmi silné finančné problémy

(Růčková, 2015)

Index IN – vytvorený pre podmienky Českej republiky

$$\begin{aligned}
 \text{IN05} = & 0,13 * \frac{\text{Aktíva}}{\text{Cudzie zdroje}} + 0,04 * \frac{\text{EBIT}}{\text{nákl.úroky}} + 3,97 * \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktíva}} + 0,21 * \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktíva}} + \\
 & + 0,09 * \frac{\text{Obežné aktíva}}{(\text{krátkodobé záväzky} + \text{krátkodobé bankové úvery})}
 \end{aligned}$$

IN05	> 1,6	podnik tvorí hodnotu
IN05	<0,9;1,6>	tzv. „šedá zóna“
IN05	< 0,9	podnik netvorí hodnotu

(Růčková, 2015)

3.4 Stanovenie generátorov hodnoty

Generátory hodnoty predstavujú veličiny, od ktorých závisí hodnota podniku, a teda sú tvorcovia hodnoty. Medzi generátory patria tržby, marže prevádzkového zisku, investície do PK a DM. Ďalšie veličiny ovplyvňujúce hodnotu podniku sú diskontná miera, spôsob financovania a doba, počas ktorej očakávame tvorenie pozitívneho peňažného toku. Pri oceňovaní je podstatné urobiť prognózy jednotlivých generátorov hodnôt, od ktorých sa hodnota podniku bude odvíjať. Nasledujúce podkapitoly stručne popisujú, z čoho sa v praxi vychádza pri ich prognóze. (Mařík, 2011)

3.4.1 Tržby

Tržby ako generátor hodnoty môžeme predpovedať na základe strategickej analýzy. Je však potrebné brať do úvahy aj skutočnosti vyplývajúce z finančnej analýzy, a to hlavne čo sa

týka finančného zdravia podniku, a taktiež aj možné obmedzenia týkajúcich sa kapacít. Tržby predstavujú jeden z najdôležitejších článkov oceňovania. Preto je potrebné tržbám a ich predikciám venovať značnú pozornosť. V procese oceňovania tak nesmú chýbať dôkladné analýzy, ktorých výsledkom by malo byť predurčenie správania sa tržieb v budúcnosti. Na základe výsledkov analýzy je tak zvolený vhodný model ich predikcie. (Samonas, 2015)

3.4.2 Prevádzková zisková marža

Zisková marža je takisto jeden z generátorov hodnôt, ktorej výška je závislá na konkurenčnom postavení podniku na trhu. Pri analýze ziskovej marže môžeme získať informácie o tom, či sledovaný podnik disponuje na trhu nejakou konkurenčnou výhodou. Pri analyzovaní vývoja ziskovej marže a faktorov pôsobiacich na ziskovú maržu sme schopní vytvoriť jej predikciu do blízkej budúcnosti.

Výpočet:

$$\text{Prevádzková zisková marža} = \frac{\text{Korigovaný prevádzkový VH pred zdanením}}{\text{Tržby}}$$

Plánovanie prevádzkovej ziskovej marže by malo vychádzať z dvoch prognóz, ktorých výsledky by sa mali následne vzájomne korigovať. Ide o prognózy ziskovej marže zdola a zhora, kde prognóza zhora vychádza z analyzovania ziskovej marže v minulosti a identifikáciu faktorov, ktoré ju ovplyvňovali. Na druhej strane prognóza zdola vychádza z klasického výpočtu zisku (tržby – náklady), kde náklady sú stanovené podielom z tržieb. (Mařík, 2011)

3.4.3 Pracovný kapitál

Generátor hodnoty „pracovný kapitál“ je tiež súčasťou tvorby hodnoty podniku. Z hľadiska oceňovania sa pozeráme na upravený pracovný kapitál, v rámci čoho od pracovného kapitálu odčítavame neúročený cudzí kapitál. Nejedná sa v tomto prípade o tvar čistého pracovného kapitálu, ktorý sa bežne používa v rámci finančnej analýzy ($PK = OA - Kr. CZ$), kde sa od pracovného kapitálu odčítajú krátkodobé cudzie zdroje. Pre účely oceňovania je podstatné sa zamerať na PK, ktorý je financovaný kapitálom nesúcim náklad.

Výpočet PK:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finančný majetok} \\ & + \text{Zásoby} \\ & + \text{Pohľadávky} \\ & - \text{Neúročené záväzky} \\ & + \text{Ostatné aktíva (ČRA)} \\ & - \text{Ostatné pasíva (ČRP)} \\ & = \text{Pracovný kapitál} \end{aligned}$$

Pri prognóze položiek pracovného kapitálu zvyčajne vychádzame z náročnosti výkonov na položky pracovného kapitálu z minulosti. (Mařík, 2007)

3.4.4 Investície do dlhodobého majetku

Stanovenie hodnoty podniku si vyžaduje počítanie len s investíciami, ktoré sú určené pre prevádzkovo nutný dlhodobý majetok. Prognóza investícií nie je jednoduchá vzhľadom na jej charakter nepravidelnosti. Pri ich stanovení je potrebné brať do úvahy schopnosť podniku zarobiť si na investície. Stanovenie investícií vychádza z troch prístupov:

a) Globálny

Koeficient náročnosti tržieb na investície brutto:

$$\frac{\text{Investície brutto do prevádzkovo nutného DM}}{\text{Tržby}}$$

*b) Prístup podľa hlavných položiek – vychádza z konkrétnych podnikových plánov**c) Prístup založený na odpisoch*

(Mařík, 2007)

3.5 Zostavenie finančného plánu

Určenie hodnoty podniku vychádza z finančného plánu, ktorý je zostavený na základe predikcií položiek troch základných výkazov a to súvahy, výkazu zisku a strát a predikcie peňažných tokov. Pri zostavení finančných plánov sa vytvárajú predikcie na základe minulosti,

alebo s prihliadnutím určitých predpokladov, ktoré by mohli nastať v budúcnosti. V praxi sa často využíva na zostavenie hlavne položky tržieb regresná analýza, kde budúce výsledky podnikateľskej činnosti sú zostavené na základe určitej exogénnej premennej. (Allman, c2010)

Finančný plán by tak mal byť stanovený na približne 3 až 5 rokov. Predstavuje transformáciu budúceho potenciálu a „príbehu“ podniku, ktorý bol zostavený aj na základe analýzy minulosti, do čísiel.

Pri zostavení finančného plánu je nevyhnutné si odpovedať na otázky, akým veľkým kapitálom bude nutné disponovať v budúcnosti, akým spôsobom ho získať, aké budú zdroje príjmu a iné finančné otázky. (Write a business plan: step-by-step, 2018)

3.5.1 Postup zostavenia finančných plánov

Analýza generátorov hodnoty nám určila naplánované položky, ktoré súvisia s hlavnou prevádzkou podniku. Išlo o stanovenie prognózy:

- tržieb podniku z hlavnej podnikateľskej činnosti
- ziskovej marže, z ktorej sa následne určil prevádzkový zisk a dodatočne aj nákladové položky
- plánovanej výšky zásob a pohľadávok
- investícií do DM, ktorý je potrebný na podnikateľskú činnosť

Z týchto položiek sa vychádza pri finančnom plánovaní a tvoria tak jeho základ. Následne je potrebné vzniknutý základ doplniť o plánovanie financovania, menej významných položiek, položiek nesúvisiacich s hlavnou podnikateľskou činnosťou a o plánovanie výplat dividend. (Kalouda, 2017)

3.6 Použitie metódy DCF

Metóda DCF patrí medzi najpoužívanejšie metódy oceňovania podniku, hlavne v anglosaských krajinách. Podstata metódy DCF tkvie v stanovení hodnoty na základe diskontovania budúcich cash flow na súčasnú hodnotu. Cash flow tak vyjadruje reálny príjem podniku, čo predstavuje úžitok plynúci pre vlastníkov. (Kislingerová a Hnilica, 2008)

Základné varianty DCF

- a) **Metóda entity** – počíta s peňažnými tokmi, ktoré plynú jak pre vlastníkov, tak aj pre veriteľov. Po diskontovaní sa získa brutto hodnota podniku, ako celku. V prípade odčítania hodnoty cudzieho kapitálu z hodnoty podniku, výsledok predstavuje netto hodnotu, a teda hodnotu vlastného kapitálu. (Damodaran, 2015)
- b) **Metóda equity** – predstavuje hodnotu vlastného kapitálu, a teda peňažné toky určené pre vlastníkov podniku, ktoré sú diskontované na súčasnú hodnotu. (Damodaran, 2015)
- c) **Metóda APV (adjusted present value)** – hodnota podniku na základe dvoch fáz prepočtu. Ako prvé sa vyčíslí hodnota podniku za predpokladu nulového zadlženia a zároveň hodnoty z daňových úspor z úrokov. V nasledujúcom kroku sa odčíta cudzí kapitál. (Sterly, 2011)

3.6.1 Investovaný kapitál

Potreba vymedzenia investovaného kapitálu je v prípade DCF potrebné z hľadiska:

- potreby určiť náklady na investovaný kapitál
- rozčlenenia aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné aktíva

Stanovenie investovaného kapitálu pre potreby určenia nákladov na kapitál vychádza z úpravy cudzích zdrojov o položky, ktoré nenesú náklad. Keďže pri oceňovaní používame diskontnú mieru, je potrebné zamerať sa na kapitál, ktorý predstavuje náklady.

Investovaný kapitál = dlhodobý kapitál (VK + dlhodobý cudzí kapitál) + pracovný kapitál
(modifikovaný)

Pracovný kapitál (modifikovaný) = obežné aktíva – neúročené záväzky

Neúročené záväzky:

- záväzky z obchodných vzťahov
- záväzky – ovládajúca a riadiaca osoba, napr. doposiaľ nevyplatené dividendy
- záväzky k zamestnancom
- záväzky zo sociálneho a zdravotného zabezpečenia
- daňové záväzky a pod.

Potreba rozčlenenia majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný majetok

Jedná sa o kvantifikovanie potrebných aktív v podniku. Vymedzuje sa tak prevádzkovo nutný investovaný kapitál, ktorý pozostáva z dvoch častí:

- prevádzkovo potrebný upravený pracovný kapitál
- prevádzkovo potrebný dlhodobý majetok

Investovaný kapitál = prevádzkovo potrebný investovaný kapitál + neprevádzkové aktíva

(Mařík, 2011)

3.6.2 Vymedzenie voľných peňažných tokov pre DCF entity

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

+ 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 predstavuje:

- podiely na zisku, ktoré si vlastníci môžu pre seba odobrať z podniku
- platby pre veriteľov, zahŕňajúce nákladové úroky a splátky úveru

(Damodaran, c2006)

Určenie diskontnej miery

DCF entity používa pri diskontovaní WACC (vážené priemerné kapitálové náklady).

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{ck} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{vk}$$

WACC = priemerné vážené náklady na kapitál

K = investovaný kapitál

CK = cudzí kapitál

VK = vlastný kapitál

d = sadzba dane z príjmu

n_{ck} = náklady cudzieho kapitálu

n_{vk} = náklady vlastného kapitálu

(Pavelková a Knápková, 2012)

Samotné ocenenie podniku – výpočet hodnoty podniku

Výpočet prvej fáze hodnoty podniku:

$$H_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

FCFF – voľný peňažný tok firmy

T – dĺžka existencie podniku

i_k - diskontná úroková miera

Hodnota podniku so započítaním druhej fáze hodnoty:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_{T+1}}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

PH – pokračujúca hodnota

T – dĺžka prvej fáze ocenenia podniku

Druhá fáza sa najčastejšie počíta pomocou Gordonovho vzorca:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

g – tempo rastu FCFF (odhadované pre 2. fázu)

Druhý spôsob výpočtu pokračujúcej hodnoty môže byť vypočítaný na základe korigovaného prevádzkového zisku po dani.

$$FCFF_{T+1} = KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_l}\right)$$

g/r – miera investícií

(Mařík, 2011)

3.6.3 Vymedzenie voľných peňažných tokov pre DCF equity

DCF equity počíta s FCFE, čo predstavuje peňažné toky pre vlastníkov. Peňažný tok pre vlastníkov je tak spojený s inou mierou rizika, v tomto prípade vyššou, čo sa následne odráža aj na stanovení diskontnej miery.

$$\begin{aligned}
 & \text{Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia} \\
 & + \text{ odpisy} \\
 & + \text{ ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi v danom období} \\
 & - \text{ investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu} \\
 & - \text{ investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku} \\
 \hline
 & = \text{Voľné peňažné toky do firmy (FCFF)} \\
 & - \text{ nákladové úroky} * (1 - \text{daňová sadzba}) \\
 & - \text{ splátky úročeného cudzieho kapitálu} \\
 & + \text{ prijatie nového úročeného cudzieho kapitálu} \\
 \hline
 & = \text{Voľné peňažné toky pre vlastníkov (FCFE)}
 \end{aligned}$$

Diskontná miera je určená na úrovni nákladov vlastného kapitálu n_{vk} .

Ocenenie je na takom istom princípe ako pri metóde DCF entity, s tým rozdielom, že diskontná miera nie je určená na úrovni WACC ale n_{vk} .

(Damodaran, c2006)

3.6.4 Metóda DCF APV (adjusted present value)

APV metóda sa v praxi skoro vôbec nepoužíva, napriek tomu, že ide o relatívne jednoduchú metódu. Táto metóda sa skladá z dvoch výpočtov, kde sa ako prvé počíta hodnota nezadlženého podniku a následne hodnota daňového štítu.

Výpočet hodnoty nezadlženého podniku – pomocou voľného peňažného toku FCFF, diskontovaných nákladmi na vlastný kapitál.

Výpočet hodnoty daňového štítu – súčasná hodnota nekonečnej rady daňových štítov za predpokladu stability.

$$\text{Hodnota daňového štítu} = \frac{CK * Nck * d}{Nck}$$

(Mařík, 2007)

ZHRNUTIE TEORETICKEJ ČASTI

Teoretická časť bola zhotovená pre vytvorenie teoretického základu ako podklad pre následné vytvorenie praktickej časti diplomovej práce. Teoretická časť sa skladá z niekoľkých kapitol so zameraním na problematiku oceňovania podniku.

Prvá kapitola teoretickej časti bola zameraná na základnú definíciu hodnoty podniku, kategórie hodnoty a dôvody oceňovania podniku, ktoré sa líšia v závislosti od účelu, pre ktorý je oceňovanie vytvárané.

Druhá časť bola venovaná základnému členeniu metód oceňovania, medzi ktoré patrí oceňovanie na základe výnosov, na základe analýzy majetku a analýzy trhu. Každá táto kategória obsahuje ešte dodatočné členenia. Existuje teda viacero metód pre oceňovanie podniku, kde každá z nich má určité výhody a nevýhody využitia. Výber konkrétnej metódy závisí od uváženia rôznych parametrov, na základe ktorých sa určí, ktorá z daných metód je pre dané ocenenie najpriateľnejšia. Pri týchto aspektoch sa berie do úvahy napr. účel ocenenia, dostupnosť dát a pod.. Ako bolo v teoretickej časti spomínané, medzi najkomplikovanejšie metódy patria výnosové, a to z dôvodu komplexného spracovania analýz pre určenie výnosov plynúcich z podnikania v budúcnosti.

V tretej časti bola teória zameraná na postup pri oceňovaní podniku, kde už boli popísané konkrétne kroky vedúce k výslednej hodnote podniku. Tento proces začína od zberu relevantných dát, cez rôzne analýzy, určenie generátorov hodnôt až k výslednému výpočtu na základe stanovených plynúcich peňažných prostriedkov diskontovaných určenou diskontovanou mierou. Samozrejme v prípade, že hovoríme o metóde DCF, ktorá bola vybraná pre stanovenie hodnoty vybranej spoločnosti v tejto diplomovej práci.

II. PRAKTICKÁ ČASŤ

4 CHARAKTERISTIKA VYBRANEJ SPOLOČNOSTI

Práca je zameraná na oceňovanie konkrétneho vybraného podniku, ktorého názov pre citlivosť dát rôznymi analýzami nebude v danej práci zverejňovaný.

Vybraná spoločnosť bola založená už v roku 1933, odkedy si prešla výraznými zmenami, nie len názvom, ale aj orientáciou na trh. Ide o podnik, ktorého podnikateľskou činnosťou je výroba a konštrukcia optických a mechanických komponentov. Svoje pôsobenie zameriava aj na výskum a vývoj, čo je jeden z prvkov konkurencieschopnosti. Počas pôsobenia na trhu sa spoločnosť dokázala vypracovať na špecialistu v obore optických produktov, kde sa zameriava na produkciu spotrebného, vojenského a priemyselného charakteru. Vybraná spoločnosť má svoje pôsobisko prevažne v dvoch technologicky pokročilých centrách, ktoré sú situované v Českej republike a USA. Ide o spoločnosť globálneho charakteru, ktorá je poprepájaná s inými krajinami v rámci dodávateľsko-odberateľských vzťahov, a preto ide aj o podnik, ktorý dokáže rýchlo reagovať na požiadavky zákazníkov aj z iných kútov sveta.

Snaha spoločnosti sa zameriava predovšetkým na výrobu a vývoj technologicky pokročilejších produktov vo svete, pomocou kvalifikovanej pracovnej sily, ktorou disponuje. Taktiež spoločnosť disponuje bohatými skúsenosťami s optickými elementami. Skúsenosti nadobudnuté počas dlhoročnej histórie sa odzrkadľujú v širšom spektre odvetvia. Produkcia podniku je súčasťou digitálnej projekcie, športovej optiky, vojenských zbraňových systémov, a taktiež súčasťou rôznych prístrojov v odvetví zdravotníctva, vedy ale aj prieskumu vesmíru. Vďaka takémuto širokému spektru odvetví, na ktoré sa zameriava, dokáže podnik čeliť ekonomickým výkyvom v rôznych odvetviach. Príkladom bola aj kríza, ktorá začala v 2007, počas ktorej sa podniku podarilo hospodársku krízu ustáť.

Podnik patrí v regióne svojej pôsobnosti medzi najväčších zamestnávateľov, kde má k dispozícii špičkový technologický park, v ktorom zamestnáva odborníkov v danom obore. Všetky druhy hlavných produktov spoločnosti sa podieľajú na raste tržieb. Nárast tržieb je spôsobený aj tým, že sa značka spoločnosti dostáva do popredia na trhu. Ide nie len o oblasť športovej optiky, ale taktiež aj o priemyselné aplikácie, kde odberatelia oceňujú kvalitu výrobkov a spoľahlivosť dodávok. (interné zdroje podniku)

Vízia spoločnosti

Vízia spoločnosti je stať sa lídrom v poskytovaní riešení zamerané na trhy so špecifickými inovatívnymi prvkami, konkrétne pre oblasť zobrazovacích a osvetľovacích systémov pre vojenské, spotrebiteľské a priemyselné aplikácie. (interné zdroje podniku)

4.1 Identifikačné údaje spoločnosti

Tab. 1 Identifikačné údaje spoločnosti (výročná správa podniku)

Identifikačné údaje	
Právna forma:	spoločnosť s ručením obmedzeným
Hlavný predmet podnikania:	výroba optických a fotografických zariadení
Základný kapitál:	989 337 000 Kč

Nasledujúca tabuľka informuje a počte vlastníkov a ich podieloch spoločnosti. Ako je z tabuľky vidieť, len dvaja spoločníci si držia významný podiel v podniku.

Tab. 2 Spoločníci a ich podiely (výročná správa podniku)

Spoločník	Vklad v Kč	Splatené	Obchodný podiel
1. Spoločník	492 689 000	100%	49,80%
2. Spoločník	48 972 000	100%	4,95%
3. Spoločník	440 226 000	100%	44,50%
4. Spoločník	7 450 000	100%	0,75%

4.2 Výroba

Výroba spoločnosti sa vyznačuje schopnosťou prispôsobovania sa požiadavkám trhu vďaka výrobným zariadeniam, ktoré patria medzi modernejšie. Optické prvky sú spracovávané používaním CNC technológie a ich čistota je zabezpečená najmodernejším ultrazvukovým, mycím zariadením, ale aj vákuovými napařovacími komorami. Produkty podniku sú rozdelené do troch hlavných segmentov, ktoré predstavujú: priemyselné aplikácie, vojenské aplikácie a športová optika. (interné zdroje podniku)

4.2.1 Priemyselné aplikácie

Produkcia spoločnosti pre priemyselné aplikácie si častokrát vyžaduje aj spoluprácu s odberateľom, keďže sa často jedná o výrobu podľa špecifických požiadaviek. Zabezpečí sa tak najoptimálnejšia produkcia, ktorá by mala spĺňať požiadavky zákazníka. V tejto oblasti sú zapájaní rôzni designéri, ale aj inžinieri pre poskytovanie inovatívneho riešenia výroby.

Produkcia firmy putuje do nasledovných odvetví: letecký priemysel, digitálne projekcie, lekárska technika, polovodičový priemysel, chemická analýza, mikroskopy, priemyslová metrológia, biometrické skenovanie, obranný priemysel a iné.. (interné zdroje podniku)

4.2.2 Športová optika

Do športovej optiky zaraďujeme produkciu binokulárov, ďalekohľadov, spektívov, puškohľadov a iné. Medzi konečných spotrebiteľov športovej optiky sa zaraďujú športovci (biatlon), alebo poľovníci. Športová optika je oblasť pôsobenia podniku, v ktorej sa podniku v posledných rokoch, hlavne z pohľadu tržieb darilo. Navýšenie tržieb v oblasti športovej optiky bolo vďaka kvalite produktov, ktorá sa v podniku zlepšila, čo v konečnom dôsledku viedlo aj k zvyšovaniu podielu na trhu. (interné zdroje podniku)

4.2.3 Vojenské aplikácie

Produkty do vojenských aplikácií zahŕňajú zväčšovacie moduly, zameriavače, vojenské puškohľady pre letecké a námorné systémy. Patria sem aj optické systémy pre tanky a obrnené vozidlá, systémy vojaka a iné ďalšie vojenské aplikácie. (interné zdroje podniku)

5 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Na stanovený cieľ, čo je zistenie hodnoty podniku je nevyhnutné sa venovať strategickej analýze, v rámci ktorej je očakávané zistenie relevantných informácií o podniku. Zistené informácie tak budú viesť k oceňovaniu, ktoré bude vytvorené na ich základe.

Obsahom strategickej analýzy je vyhodnotenie vonkajších a vnútorných faktorov, ktoré ovplyvňujú chod podniku. V súvislosti s vonkajšími faktormi je analyzovaný relevantný trh, atraktivita trhu a napr. aj PEST analýza, ktorá sleduje politické, ekonomické, sociálne a technologické faktory pôsobiace na podnik. V rámci vnútorných faktorov je analyzovaná konkurencieschopnosť podniku, jeho vzťah s okolím a schopnosť podniku tvoriť hodnotu.

5.1 PEST analýza

Ako už bolo povedané, v rámci PEST analýzy sa pozornosť upriami na základné druhy vonkajších faktorov pôsobiacich na podnikateľskú činnosť spoločnosti.

5.1.1 P – politické faktory

Česká republika je známa častými legislatívnymi zmenami, ktoré prispievajú k nestabilnému politickému prostrediu. Má to dopad na chod podnikov, ktoré sa musia neustále týmto zmenám prispôbovať, čo so sebou nesie aj vynakladanie dodatočných nákladov. Do politických faktorov môžeme zahrnúť aj nižšie spomínané faktory, ktoré majú politický charakter a významne ovplyvňujú chod spoločností.

Sadzba dane

Jeden z politických faktorov, ktorý významne ovplyvňuje hospodárenie firmy sú dane. Na základe tabuľky môžeme vidieť, že sadzba dane právnických osôb má rovnakú sadzbu už od roku 2010. Tento fakt je braný pozitívne z pohľadu podnikania, vzhľadom na to, že tieto sadzby v ČR patria medzi najnižšie pri porovnaní s krajinami EÚ. Daň z príjmu právnických osôb má tendenciu znižovania, čo má pozitívne dopady na investičnú činnosť podnikov, kde tak spoločnosti majú možnosť disponovať väčším množstvom peňažných prostriedkov.

Na druhej strane môžeme vidieť, že DPH sa z roka na rok zvyšuje. Je to politika, v rámci ktorej sa príjmy štátneho rozpočtu získavanú pomocou zvýšenia nepriamych daní, ktoré sú pre účastníkov trhu nenápadnejšie. Narastajúca sadzba DPH tak zvyšuje náklady podniku.

Česká republika je taktiež známa zvyšovaním nákladov na sociálne a zdravotné zabezpečenie, čo nepredstavuje pozitívny aspekt pre podnikanie.

Tab. 3 Sadzby dane (Daň z příjmů, 2018)

Vývoj daňových sadzeb v České republice												
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DPH												
Základná	19%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	21%	21%	21%	21%
Nižšia	5%	5%	5%	9%	9%	10%	10%	14%	15%	15%	15%; 10%	15%; 10%
Daň z příjmu právnických osob												
	26%	24%	24%	21%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

Monetárna politika ČNB

Z hľadiska kurzov, je pre vybranú spoločnosť relevantným kurzom predovšetkým EUR/CZK vzhľadom na prevládajúce obchody v rámci Eurozóny. Obdobie, kedy ČNB udržiavala kurz na úrovni 27 CZK/EUR, bolo z hľadiska obchodovania v cudzích menách veľmi pozitívnym faktorom. Politika oslabenia meny ovplyvňuje zahraničný obchod, konkrétne podporuje export krajiny, čo sa takisto týkalo aj oceňovanej spoločnosti. Dnes už kurz nie je udržiavaný ČNB a na základe grafu môžeme vidieť, že koruna posilnila, čo už pre podniky v ČR nie je také výhodné, z hľadiska exportu ako predtým. Z hľadiska plánovania sa nepredpokladajú výrazné zmeny kurzov CZK voči EUR. (Rozhodnutí bankovní rady ČNB, 2017)



Obr. 3 Vývoj kurzu EUR/CZK (Grafy kurzů měn, které vydává ČNB: EUR / CZK, 2018)

Vzt'ah s EU

Pre vybranú spoločnosť, je členstvo Českej republiky v EÚ výhodou. Otvorený trh predstavuje pre spoločnosť menšie komplikácie pri obchodovaní so zahraničím a taktiež aj šetrenie nákladov typu cla a iných, napr. administratívnych nákladov. Výhody členstva ČR v EÚ tak ovplyvňujú 45% podiel tržieb, ktorý podnik získava obchodovaním s inými krajinami únie, a 59% (hodnota nákupov) vzťahov s dodávateľmi, ktorých má podnik v rámci únie.

Vzt'ah s USA

Približne 10% tržieb spoločnosti pochádza z USA, na základe čoho môžeme povedať, že politická situácia v tejto krajine významne ovplyvňuje hospodárenie podniku. Vzhľadom na politiku preferujúcu v USA, je ťažké určiť ako bude zahraničný obchod so Spojenými štátmi vyzeráť v budúcnosti, konkrétne teda zahraničný obchod medzi vybranou spoločnosťou a zákazníkmi spoločnosti v USA. Vzhľadom na súčasne prejavujúce názory súčasného prezidenta Spojených štátov, väčšina ekonómov vyjadruje obavy s vyvíjaním sa zahraničných obchodov.

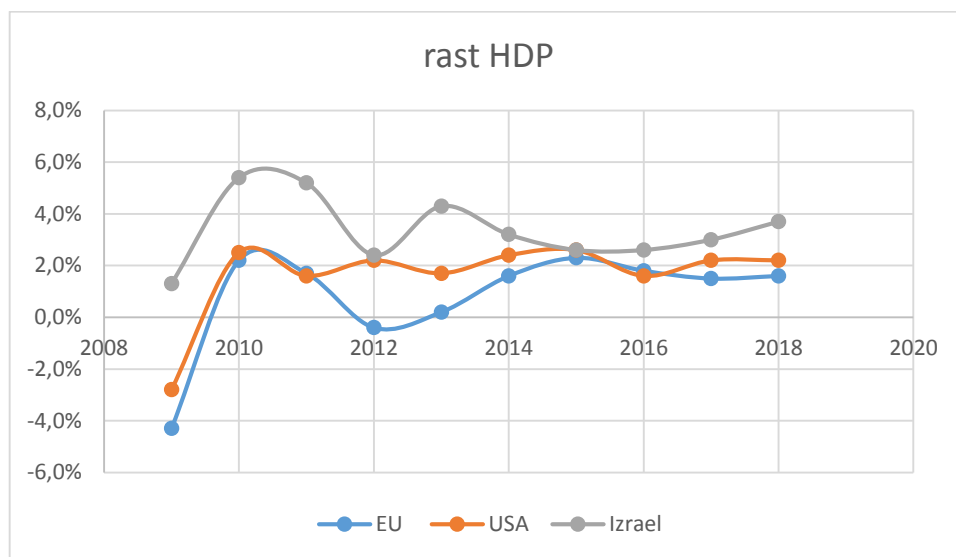
Iné politické faktory

Spoločnosť musí v rámci legislatívnych požiadaviek vlastníť licencie na prevoz vojenského materiálu, čo sa dá považovať za určitú bariéru v podnikaní. V prípade, ak ju však podnik vlastní, môže byť braná aj ako konkurenčná výhoda.

5.1.2 E – ekonomické faktory

HDP

Pre analýzu ekonomických faktorov ovplyvňujúcich ekonomiku spoločnosti je nevyhnutné zamerať sa na predikcie rastu HDP v relevantných oblastiach, ktoré majú prepojenosť so spoločnosťou v rámci obchodu. Najviac nás zaujímajú rasty HDP v USA, v EÚ a Izraela, vzhľadom na to, že 91% tržieb spoločnosti pochádza z týchto oblastí. Na základe grafu je zrejmé, že rok 2016 predstavoval v ekonomikách spomalený rast HDP oproti predchádzajúcemu roku. Kde v EÚ šlo o spomalenie rastu ekonomiky z 2,3% na 1,8%, v USA z 2,6% na 1,6%, Izrael si svoj rast ponechal na rovnakej úrovni ako v roku 2015 a to na úrovni 2,6%. Predikcia na rok 2017 predpovedá zrýchlenie rastu ekonomík oproti minulému roku a to v USA a v Izraeli, no v EÚ predstavuje predikcia spomalenie rastu ekonomiky na 1,5%. Rok 2018 má predikcie rastu HDP o niečo rýchlejšie.

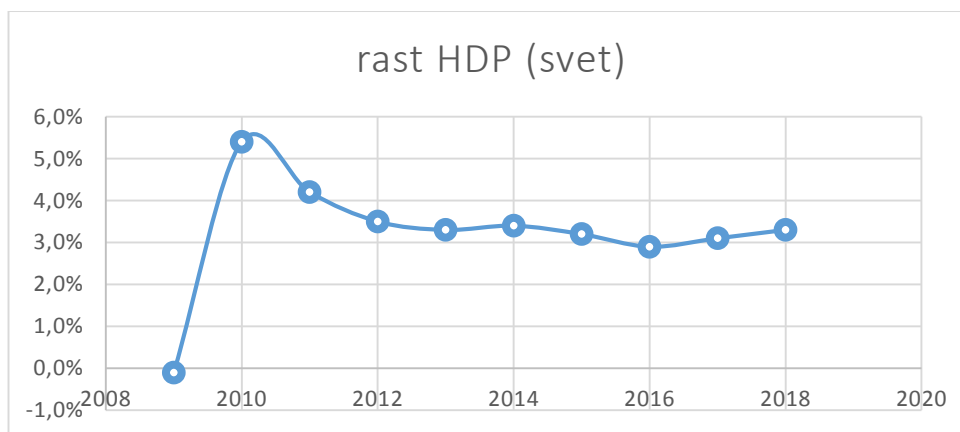


Obr. 4 Vývoj rastu HDP (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)

Tab. 4 Rast HDP (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)

	rast HDP										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
EU	-4,3%	2,2%	1,7%	-0,4%	0,2%	1,6%	2,3%	1,8%	1,5%	1,6%	
USA	-2,8%	2,5%	1,6%	2,2%	1,7%	2,4%	2,6%	1,6%	2,2%	2,2%	
Izrael	1,3%	5,4%	5,2%	2,4%	4,3%	3,2%	2,6%	2,6%	3,0%	3,7%	

Čo sa týka rastu HDP vo svete, ide o podobný priebeh, ktorý kopíruje predchádzajúce analyzované rasty ekonomík. V roku 2016 vidíme spomalenie rastu ekonomík, no v nasledujúcich dvoch rokoch ide o mierne zrýchlenie rastu.



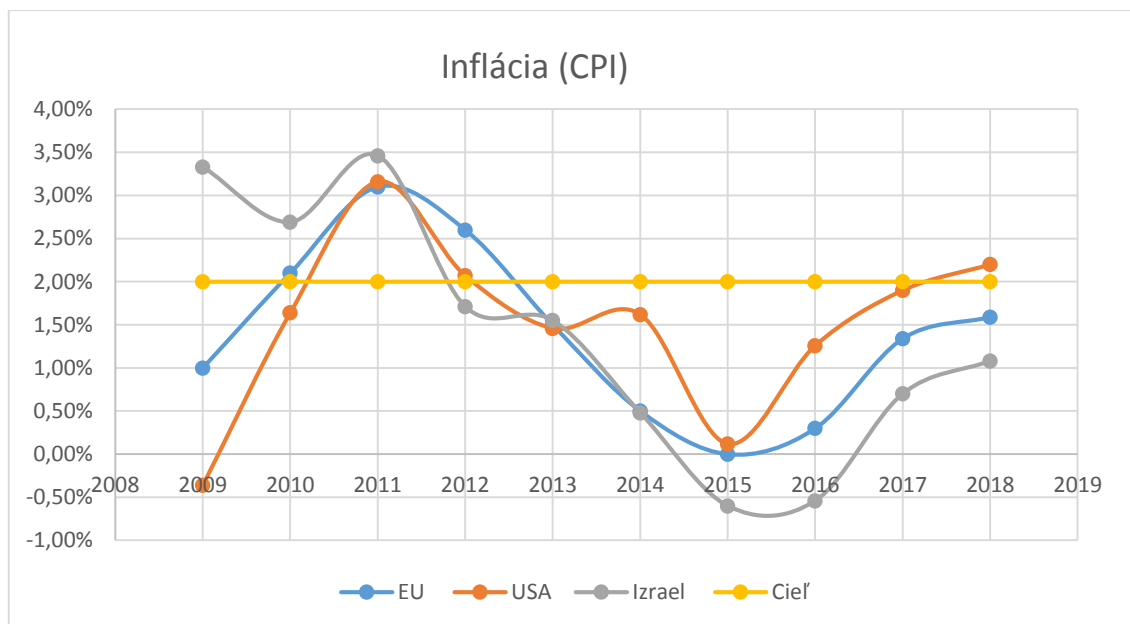
Obr. 5 Vývoj rastu HDP sveta (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)

Tab. 5 Rast HDP sveta (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminál)

Svet	rast HDP									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	-0,1%	5,4%	4,2%	3,5%	3,3%	3,4%	3,2%	2,9%	3,1%	3,3%

Inflácia

Ak berieme do úvahy cieľ centrálnych bánk, čo predstavuje udržanie stabilnej cenovej hladiny, konkrétne udržanie inflácie na úrovni 2%, môžeme povedať, že vyhliadky ekonomík sú vzhľadom na dodržiavanie tohto cieľa pozitívne. Všetky tri sledované ekonomiky miera k tomuto cieľu, kde dané zlepšenie cenových stabilit môže viesť k pozitívnemu vplyvu na rozprúdenie chodu ekonomík. V posledných rokoch sme boli svedkami snahy predovšetkým ECB dosahovať stanovený cieľ, čo sa jej od roku 2012 nedarilo a cenová hladina tak smerovala k deflácií. Na základe už tých pozitívnejších predikcií môžeme očakávať aj zvyšovanie investícií v ekonomikách.



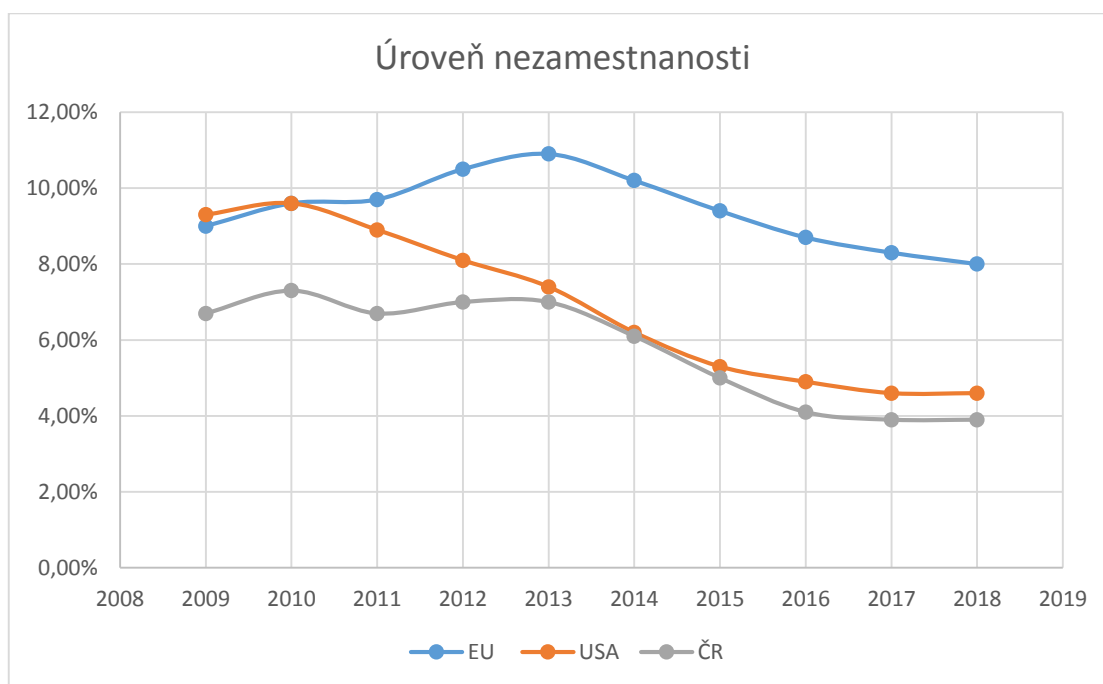
Obr. 6 Vývoj inflácie (vlastné spracovanie, zdroj: International Statistics and Market Data, 2018; Inflation forecast, 2018)

Tab. 6 Inflácia v jednotlivých rokoch (vlastné spracovanie, zdroj: *International Statistics and Market Data, 2018; Inflation forecast, 2018*)

	Inflácia									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EU	1,00%	2,10%	3,10%	2,60%	1,50%	0,50%	0,00%	0,30%	1,34%	1,59%
USA	-0,36%	1,64%	3,16%	2,07%	1,46%	1,62%	0,12%	1,26%	1,90%	2,20%
Izrael	3,33%	2,69%	3,46%	1,71%	1,55%	0,48%	-0,60%	-0,54%	0,70%	1,08%

Nezamestnanosť

Z dostupných dát bol vytvorený nasledujúci graf zobrazujúci úroveň nezamestnanosti, ktorá môže mať výrazný vplyv na veľkosť tržieb spoločnosti. Trend znižovania nezamestnanosti pozitívne ovplyvňuje chod ekonomík, kde sa tieto vplyvy následne odzrkadľujú vo výkonnosti jednotlivých podnikov. Pozitívnym faktom pre Českú republiku je, že jej % nezamestnanosť patrí medzi najmenšie spomedzi členov Európskej únie. V roku 2016 dosiahla nezamestnanosť mieru 4,1% a jej budúce predikcie sú ešte pozitívnejšie, kde jej % výška má byť na úrovni 3,9%.



Obr. 7 Vývoj nezamestnanosti (vlastné spracovanie, zdroj: *Macroeconomic Forecast, 2018; Czech Republic - Unemployment rate, 2018*)

Tab. 7 Úroveň nezamestnanosti v jednotlivých letech
 (vlastné spracovanie, zdroj: Macroeconomic Forecast, 2018;
 Czech Republic - Unemployment rate, 2018)

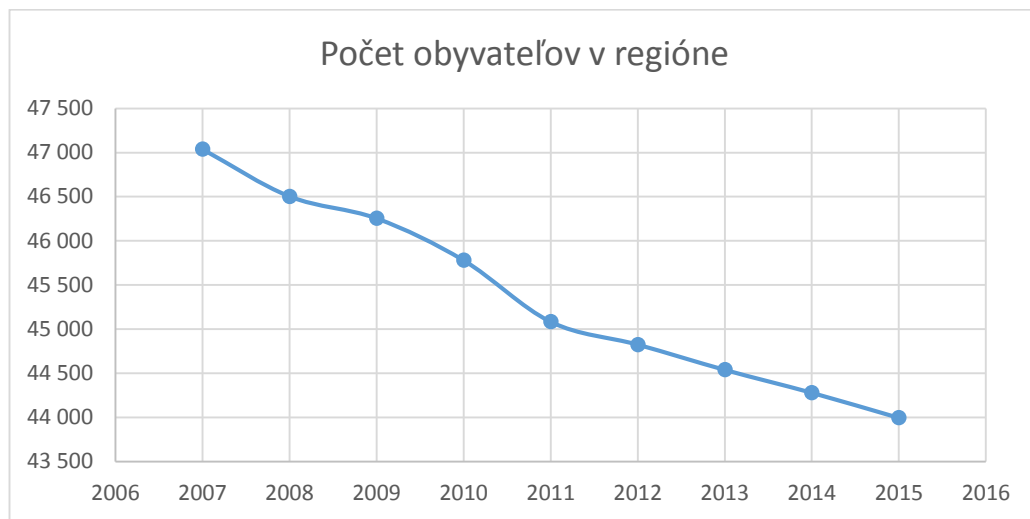
	Nezamestnanost									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EU	9,00%	9,60%	9,70%	10,50%	10,90%	10,20%	9,40%	8,70%	8,30%	8,00%
USA	9,30%	9,60%	8,90%	8,10%	7,40%	6,20%	5,30%	4,90%	4,60%	4,60%
ČR	6,70%	7,30%	6,70%	7,00%	7,00%	6,10%	5,00%	4,10%	3,90%	3,90%

5.1.3 Sociálne faktory

Jeden zo sociálnych faktorov, ktorý ovplyvňuje výkonnosť ekonomiky je percentuálne zastúpenie ekonomicky aktívneho obyvateľstva v ekonomike. Podľa informácií Eurostatu, v Českej republike je zvyšujúce sa % ekonomicky aktívneho obyvateľstva, ktoré je nad priemerom Európskej únie. Percento ekonomicky aktívneho obyvateľstva od čias hospodárskej krízy z roka na rok rastie, čo podporuje výkon ekonomiky.

Populácia v regióne vybranej spoločnosti

Tento faktor je dôležité skúmať vzhľadom na úzku súvislosť so zamestnávaním pracovníkov v spoločnosti. Spoločnosť zamestnáva približne 2 500 zamestnancov. Spoločnosť tak patrí medzi najväčších zamestnávateľov v regióne, a preto je skúmanie populácie v regióne nesmierenne dôležité pre zistenie stavu potenciálnych a perspektívnych zamestnancov spoločnosti. V súčasnosti sa spoločnosť blíži ku kapacitným problémom v dôsledku veľkého množstva získaných zákaziek. Preto je potrebné zabezpečiť spoločnosť novými pracovníkmi, kde sa však vyskytuje problém, že nie je dostatok pracovnej sily, alebo pracovná sila, ktorou trh disponuje, nespĺňa požadovanú kvalifikáciu. Pracovný trh je skutočne nedostatočný, čo môžeme vidieť aj na nasledujúcom grafe vývoja populácie v regióne.



Obr. 8 Vývoj počtu obyvatelů v regioně vybrané společnosti (vlastné zpracování, zdroj: Statistické informace: vybraný okres, 2018)

Tab. 8 Počet obyvatelů v regioně (vlastné zpracování, zdroj: Statistické informace: vybraný okres, 2018)

Počet obyvatelů v regioně								
2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
47 037	46 503	46 254	45 778	45 082	44 824	44 538	44 278	43 994

Je očividné, že populácia z roka na rok klesá, čo je dôsledok starnutia obyvateľstva, tak isto ako aj odliv mladých ľudí z regiónu.

V spojitosti so získavaním nových pracovníkov, sa spoločnosť stretáva s problémom vzdelania a kvalifikácie potenciálnych zamestnancov. V regione, kde spoločnosť pôsobí sa nachádza škola zameraná na oblasť optiky, ktorá je veľmi prospešná pre spoločnosť. Priamo v meste, kde sídli spoločnosť, je zriadená Technická škola s odborom určeným pre optiku a precíznú mechaniku. Tieto inštitúcie vzdelávajú študentov pre oblasť optiky, problémom však je, že veľké množstvo týchto študentov odchádza do iných regiónov, čo môžeme nazvať aj ako „odliv mozgov“.

Ďalším problémom v oblasti vzdelávania je, že Česká republika sa radí medzi krajiny s nižšou úrovňou vzdelávania v porovnaní s inými krajinami EÚ. Zvyšujúci počet vysokých škôl je predovšetkým v oblasti humanitných vied než technologických. To môže v konečnom

dôsledku viesť k nízkej úrovni technologického vývoja a inovácií v krajinách a následne k spomaleniu ekonomického rozvoja.

5.1.4 Technologické faktory

Česká republika nepatrí medzi krajiny s významnou technologickou oblasťou, hlavne z pohľadu vývoja, no na druhej strane v oblasti technologických podmienok sa z roka na rok zlepšuje. Tento fakt dokazuje predovšetkým narastajúci počet registrovaných patentov ročne.

V prípade spoločnosti je veľmi významné zameriavať sa na dokonalosť technológie v jej obore. Moderná a efektívna technológia je pre túto spoločnosť jeden z faktorov, ktorým si dokáže zabezpečiť svoju konkurencieschopnosť. Významnými dodávateľmi nových a moderných technológií je Nemecko.

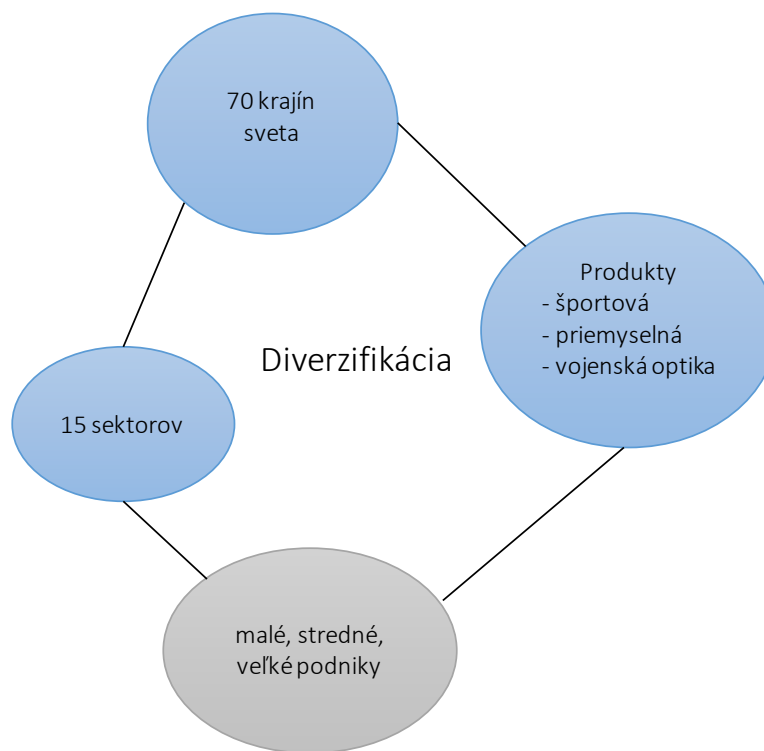
V rámci napredovania sa spoločnosť snaží spolupracovať aj s univerzitami, ktoré svojimi výskumami prispievajú k zdokonaľovaniu technológií. Príkladom môže byť aj ocenenie, ktoré spoločnosť nedávno získala od Technologickej agentúry v ČR v kategórii Originálne riešenie.

5.2 Analýza vonkajšieho potenciálu (relevantný trh)

Trh je potrebné vymedziť, či už vecne alebo teritoriálne. V prípade vybranej spoločnosti vecné vymedzenie pripadá na produkty športovej, vojenskej a priemyselnej optiky. V týchto oblastiach sa nachádza ťažisko podnikateľskej činnosti.

Vymedzenie trhu z teritoriálneho hľadiska je vcelku problematické vzhľadom na to, že spoločnosť je obchodne poprepájaná s veľkou časťou sveta. Ak to však zoberieme zo zákazníckeho hľadiska, produkty spoločnosti mieria do troch hlavných územných oblastí a to je EU, kde tržby pokrývajú 64%, USA 10% a do Izraela, kde tržby predstavujú 17%. Celkovo však spoločnosť obchoduje približne so 70 krajinami sveta, a snaží sa preniknúť aj na iné trhy. Konkurenčné spoločnosti pochádzajú z rôznych kútov sveta, najviac však z Ázie a zasahujú svojou produkciou na trhy EU, USA a Izraelu, ale taktiež na mnohé iné. Z tohto pohľadu môžeme relevantný trh vymedziť celosvetovo, so zameraním na konkrétne štáty a to USA, Euro zónu a na iné štáty vyspelých ekonomík.

Nižšie zobrazená diverzifikácia naznačuje, že snaha spoločnosti o diverzifikáciu je značne veľká. Produkty firmy sú tak rozdelené na tri oblasti optického priemyslu (priemyselná optika, vojenská a športová), ktoré putujú do rôznych sektorov (polovodičový priemysel, letecký priemysel, poľovníctvo, vojenské aplikácie, lekárska technika, priemyselné technológie, vesmírne technológie, priemyselné metrológie a mnoho ďalších). Spoločnosť dodáva svoju produkciu do malých, stredných a veľkých podnikov vo viac ako 70 krajinách sveta.. Na základe týchto informácií by bolo vhodné robiť predikcie relevantného trhu a predpoklady budúceho vývoja aj v závislosti od segmentácie, či už z pohľadu produktov, alebo teritoriálneho rozdelenia trhu na niekoľko skúmaných častí. Avšak vzhľadom na dostupnosť informácií a komplikovanosť, bolo zvolené komplexnejšie hľadisko, ktoré sa tejto segmentácií vyhýba.



Obr. 9 Diverzifikácia portfólia podniku z hľadiska produktov a zákazníkov (vlastné spracovanie)

5.2.1 Veľkosť relevantného trhu

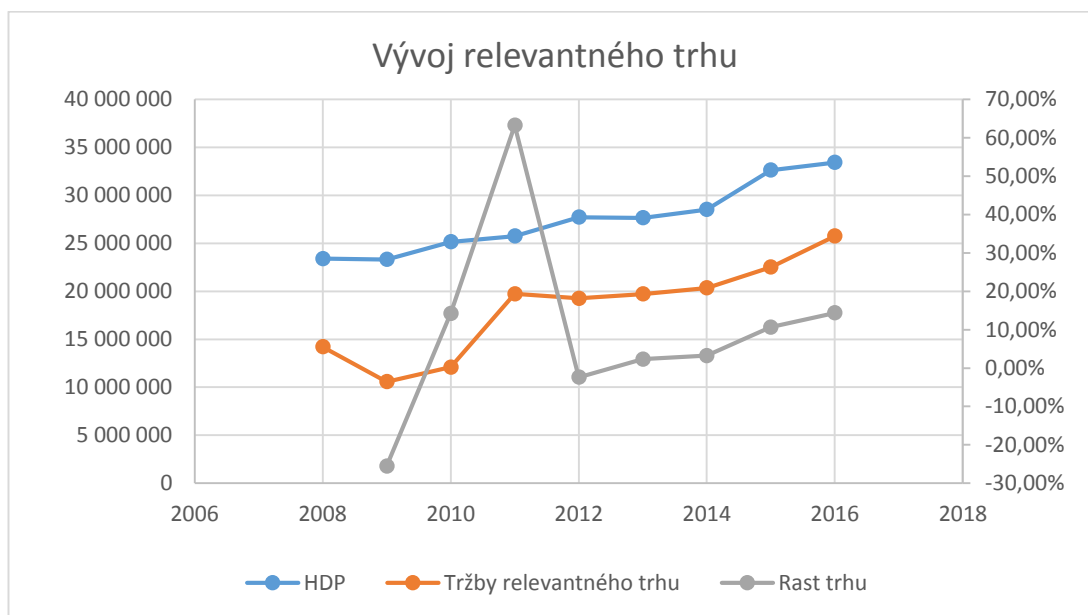
Vzhľadom na dostupnosť dát, bola veľkosť relevantného trhu určená na základe tržieb významných podnikov pôsobiacich vo svete, zameraných na podnikateľskú činnosť v oblasti mechanickej optiky. (Príloha 4)

Tab. 9 Veľkosť relevantného trhu (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)

Rok	HDP v mil. EUR	Tržby relevantného trhu v tis. EUR	Rast trhu
2008	23 395 948	14 213 361	
2009	23 312 060	10 547 405	-25,79%
2010	25 140 674	12 088 532	14,61%
2011	25 743 410	19 742 301	63,31%
2012	27 719 118	19 269 313	-2,40%
2013	27 656 186	19 719 620	2,34%
2014	28 524 095	20 347 386	3,18%
2015	32 615 201	22 511 888	10,64%
2016	33 415 099	25 737 820	14,33%

Z tabuľky a následne aj z grafu je zrejmé, že rast trhu je volatilný, a zväčša odzrkadľuje vývoj a potreby globálnej ekonomiky. Významný pokles rýchlosti rastu trhu je zaznamenaný medzi rokom 2008 a 2009, čo bolo spôsobené útlmom v tomto priemysle, ako dôsledok hospodárskej krízy. Zároveň, môžeme vidieť významný nárast v roku 2011, čo predstavuje oživenie na trhoch, hlavne v tejto priemyselnej oblasti globálneho trhu. Správanie relevantného trhu závisí od vývoja svetovej ekonomiky, resp. od ekonomík vyspelejších krajín, kde tento druh priemyslu sa rozmáha v období, kedy sa ekonomikám darí, a zasa naopak, tržby optického priemyslu sa znižujú v obdobiach, kedy sa naopak ekonomike príliš nedarí. Tento druh priemyslu spadajúci do odvetví technológií, výskumov a podobne, ide ruka v ruke s vývojom ekonomík.

Je tu reálny predpoklad, že tento rast a pokles rýchlosti rastu relevantného priemyslu bude v budúcnosti naďalej kopírovať vývoj HDP vo svete (vybrané štáty Príloha PV). Čo sa týka vybranej spoločnosti, tá sa pre potreby udržania, resp. navyšovania podielu na trhu v budúcnosti snaží získať čo najviac zákaziek. Je tu reálny predpoklad, že tento rast podielu na trhu v budúcnosti dosiahne, čomu nasvedčujú aj fakty, že spoločnosť neustále investuje do modernizácií svojich technológií a snaží sa neustále prispôbovať novým trendom sektorov, ktoré tvoria primárnych zákazníkov optických produktov.



Obr. 10 Vývoj relevantného trhu – HDP v mil.EUR a tržby v tis. EUR (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)

5.2.2 Analýza atraktivity trhu

Podľa Maříka (2007), pre analýzu atraktivity trhu boli zvolené nasledovné parametre hodnotenia v tabuľke, ktoré boli na základe zistených skutočností ohodnotené v škále od 0 do 6.

Z danej analýzy bol zistený záver: *Atraktivita trhu sa pohybuje na úrovni priemeru*

Tab. 10 Analýza atraktivity trhu (vlastné spracovanie)

Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity						Váha * body	
		Negatívne	Priemer			Pozitívne			
		0	1	2	3	4	5	6	
Rast trhu	3			x					6
Veľkosť trhu	2						x		10
Intenzita konkurencie	3			x					6
Priemerná rentabilita	2					x			8
Bariéry vstupu	1							x	6
Možnosti substitúcie	1						x		5
Citlivosť na konjunktúru	1			x					2
Štruktúra zákazníkov	2							x	12
Vplyvy prostredia	1				x				3
Celkom	16								58

Maximálny počet bodov: $16 * 6 = 96$

Dosiahnuté hodnotenie: $58 = 60,42\%$

Záver: **Atraktivita trhu sa pohybuje na úrovni priemeru**

Rast trhu

Trh s optickými produktmi má značný potenciál rastu z dlhodobého hľadiska, hlavne z toho dôvodu, že optické komponenty v oblasti priemyselných aplikácií putujú do technicky rozvíjajúcich sa oblastí. Ide hlavne o polovodičový priemysel a výskumné oblasti, či už v medicíne, technike alebo vesmíre. Toto tempo rastu je závislé od aktuálneho stavu ekonomiky, preto je možné, že sa v niektorých rokoch stretne aj s poklesom, ktorý predstavuje útlm v priemysle.

Veľkosť trhu

Veľkosť trhu má značný rozmer vďaka spotrebiteľom po celom svete. Konkrétne pôsobenie vybranej spoločnosti je predovšetkým na zahraničných trhoch, kde podstatný podiel tvorí EÚ v rátane s ČR, následne to je USA a Izrael. O tento trh sa delí so svojou konkurenciou.

Intenzita konkurencie

V oblasti optických produktov ide o silnú konkurenciu, kde sa jednotlivé podniky snažia napredovať v používaní najmodernejšej technológie so schopnosťou prispôsobovania sa požiadavkám trhu. Tým menšia šanca je tu na prežitie menších podnikov. Väčšinou ide o konkurenciu, ktorá na trhu pôsobí so značnými skúsenosťami vo svojom obore. Podniky v tejto oblasti sa líšia často svojím zameraním produkcie. Niektoré sa zameriavajú napr. na jeden segment produktov akým môže byť športová optika, priemyselné aplikácie, alebo vojenské aplikácie, iné zase preferujú širšie portfólio produktov, a zameriavajú sa na všetky tri segmenty podobne ako vybraná spoločnosť.

Rentabilita trhu

Rentabilita trhu sa priemerne pohybuje okolo 7,86% (ROE), ale je potrebné podotknúť, že rentability jednotlivých podnikov sa do značnej miery odlišujú, čo môže byť spojené aj s odlišným spôsobom financovania svojej podnikateľskej činnosti.

Bariéry vstupu

Pri vstupe do odvetvia je potrebná vysoká počiatková investícia, poznanie optimálnej výroby, disponovať konkurencieschopným know-how a získať si zákazníkov na trhu, čo nemusí byť pri existujúcej konkurencii jednoduché. Tieto všetky faktory predstavujú významné bariéry vstupu do odvetvia.

Možnosti substitúcie

Výroba optickej produkcie nemá na trhu významný substitút.

Citlivosť na konjunktúru

Odvetvie optiky je citlivé na konjunktúru, ale v závislosti od segmentu produktu. Pokiaľ sa jedná o športovú optiku, v tomto smere sa nepreukazuje nejaká citlivosť na konjunktúru, kde naopak pri priemyselných aplikáciách je evidovaná veľká citlivosť. Pokiaľ sa nedarí ekonomike, značne sa to prejaví v priemysle, ako aj v polovodičovom priemysle, čo sa následne premietne aj v odvetví zameranom na optické komponenty.

Štruktúra zákazníkov

Relevantný trh obsahuje bohatú štruktúru zákazníkov, ktorú tvoria zákazníci využívajúci športovú optiku, kde zaradujeme športovcov a poľovníkov. V oblasti priemyselných aplikácií sa jedná o zákazníkov v technologických priemysloch zameraných na výrobu prístrojov rôznych druhov, používaných napr. v medicíne a pre vojenské aplikácie sú hlavnými predstaviteľmi zákazníkov štáty, ktoré sa zásobujú vojenskou technikou.

5.2.3 Prognóza vývoja trhu

Prognóza vývoja trhu bola určená na základe vývoja HDP vybraných krajín (Príloha PV), vyspelých krajín, ktoré pôsobia v optickom priemysle a majú svojou ekonomickou činnosťou vplyv na vývoj optického priemyslu. Závislosť medzi vývojom HDP vybraných krajín a vývojom tržieb relevantného trhu bola štatisticky potvrdená a jedná sa o štatisticky významnú závislosť (Príloha PVI). Pre jednoduchosť bolo počítané s nominálnymi hodnotami HDP a tržieb, ktoré v sebe zahŕňajú inflačný faktor, a nie je potrebné vykonať dodatočné korekcie týkajúce sa inflácie.

Tab. 11 Prognóza vývoja trhu (vlastné spracovanie, zdroje: World Economic Outlook Database, 2018; Bloomberg Terminal)

	Rok	HDP v mil. EUR	Tržby relevantného trhu v tis. EUR
Skutočnosť	2008	23 395 948	14 213 361
	2009	23 312 060	10 547 405
	2010	25 140 674	12 088 532
	2011	25 743 410	19 742 301
	2012	27 719 118	19 269 313
	2013	27 656 186	19 719 620
	2014	28 524 095	20 347 386
	2015	32 615 201	22 511 888
Predikcia	2016	33 415 099	25 737 820
	2017	34 422 501	26 747 267
	2018	33 680 780	25 835 636
	2019	32 368 410	24 222 632
	2020	34 101 856	26 353 170
	2021	37 620 931	30 678 383

5.2.4 Stanovenie tržného podielu vybranej spoločnosti

Tab. 12 Tržný podiel vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
0,40%	0,41%	0,56%	0,44%	0,41%	0,41%	0,37%	0,36%	0,38%

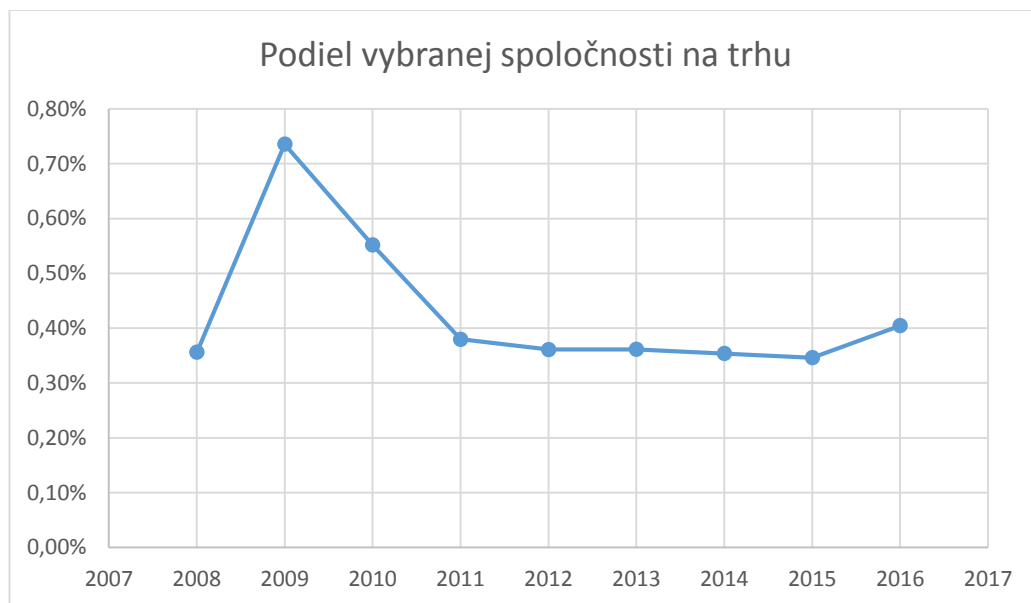
Tab. 13 Prognóza tržného podielu vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)

2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
0,40%	0,41%	0,42%	0,42%	0,42%

Tržný podiel spoločnosti, ak si odmyslíme výraznejšie navýšenia v roku 2010 sa pohybuje priemerne okolo 0,40 %, čo predstavuje relatívne stabilný podiel spoločnosti na trhu. Extrémnejšia hodnota v roku 2010 bola spôsobená hlavne tým, že v čase krízy firma dokázala

viac obstať na trhu než konkurenti, vďaka svojej konkurenčnej výhode, čo predstavuje už spomínaná vysoká diverzifikácia portfólia výroby.

Pre určenie prognózy nárastu tržného podielu sa vychádzalo z minulých dát (podielov firmy na trhu v minulom období) a taktiež z plánov a stratégií spoločnosti zameranej na tržné postavenie. V budúcnosti sa očakáva, že vybraná spoločnosť navýši svoj podiel na relevantnom trhu, aj to vďaka investíciám, ktoré sa podnik snaží vytvárať s cieľom posilnenia postavenia na trhu.



Obr. 11 Vývoj podielu spoločnosti na trhu (vlastné spracovanie)

Nasledujúca tabuľka znázorňuje hodnoty tržieb spoločnosti v nasledujúcich 5 rokoch, ktoré boli stanovené na základe predpovedi HDP vybraného trhu. HDP bol vzhľadom na zistenú významnú koreláciu stanovený ako regresor určujúci hodnotu budúcich tržieb relevantného trhu, od ktorých sa na základe prognózy tržného podielu vybranej spoločnosti stanovili jej tržby. Pri prepočtoch, vzhľadom na dostupnosť údajov v iných cudzích menách, bola pre predikcie použitá mena EUR, kde následne došlo k premene budúcich tržieb spoločnosti na menu CZK s prepočtom na základe priemerného kurzu EUR/CZK, platiaci v jednotlivých rokoch. Výpočet prognózy budúceho generátora hodnoty (tržieb) je uvedený v Prílohe PVI.

Tab. 14 Predikcia tržieb vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tržby relevantného trhu (v tis. EUR)	26 747 267	25 835 636	24 222 632	26 353 170	30 678 383
Podiel vybranej spoločnosti na trhu	0,40%	0,41%	0,42%	0,42%	0,42%
Tržby vybranej spoločnosti (v tis. EUR)	106 989	105 926	101 735	110 683	128 849
Priemerný kurz v roku	26,33	24,90	24,50	24,50	24,50
Tržby vybranej spoločnosti (v tis. CZK)	2 817 022	2 637 560	2 492 509	2 711 741	3 156 806

Tab. 15 Rast tržieb relevantného trhu a vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rast relevantného trhu (tržby)	-25,79%	14,61%	63,31%	-2,40%	2,34%	3,18%	10,64%	14,33%
Rast vybranej spoločnosti (tržby)	-17,95%	49,00%	25,03%	-7,86%	6,63%	-2,18%	7,63%	19,88%

Tab. 16 Rast tržieb relevantného trhu a vybranej spoločnosti – predikcia (vlastné spracovanie)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	Priemer
Rast relevantného trhu (tržby)	3,92%	-3,41%	-6,24%	8,80%	16,41%	6,17%
Rast vybranej spoločnosti (tržby)	6,04%	-6,37%	-5,50%	8,80%	16,41%	6,17%

Výpočty ukazujú, že na nasledujúcich päť rokov sa predpokladá priemerný rast tržieb na úrovni 6,17%, a to ako na úrovni relevantného trhu, tak aj na úrovni vybranej spoločnosti. Počas prognózovanej doby sa očakáva aj medziročné zníženie tržieb, čo je dôsledok nižšieho HDP (vybraných krajín), prognózovaného v týchto rokoch.

5.3 Analýza Porterových 5-síl

5.3.1 Konkurenčná rivalita

Konkurenčnú rivalitu v odvetví, v ktorom pôsobí vybraná spoločnosť môžeme hodnotiť ako značne silnú. Pôsobnosť tejto spoločnosti je celosvetová, preto berieme do úvahy konkurenciu v rámci celého sveta. Snahou týchto spoločností je odlišenie sa od konkurencie. Táto odlišnosť sa vyskytuje napr. v zameraní sa na rôzny druh segmentu v optickej oblasti, ako napr. priemyselné aplikácie, vojenské aplikácie alebo športová optika. Taktiež tieto spoločnosti tvoria odlišnosti od konkurencie napr. v kvalitách, cenách a podobne. Vzhľadom na

stav konkurenčného prostredia je dôležité pre podniky, aby sledovali aktuálne trendy na trhu, predovšetkým meniaci sa vývoj v priemyselných aplikáciách, kam putuje väčšina produkcie opticky zameraných podnikov. Cieľové trhy optického priemyslu sa vyznačujú veľkou dynamikou, na ktorú je potrebné reagovať a hlavne si strážiť konkurenciu. Tým pádom tu vzniká neustála snaha prenikania na nové trhy, hlavne na tie, kde vzniká rýchly vývoj. Vybraná spoločnosť sa napr. v súvislosti s rivalitou snaží prispôbovať konkrétnym potrebám zákazníka a zabezpečovať svoju výrobu novými technológiami, pričom čerpajú hlavne skúsenosti zo zahraničia. To im zabezpečuje určitú úroveň konkurencieschopnosti, vďaka ktorej majú dnes takmer kapacitné problémy v dôsledku veľkého záujmu o ich produkty.

5.3.2 Riziko vstupu novej konkurencie

Riziko vstupu novej konkurencie je na jednej strane veľké, vzhľadom na to, že ide o zaujímavé odvetvie pre potenciálnu konkurenciu, z dôvodu širokého uplatnenia produktov na trhu, no na druhej strane sa tento druh odvetvia vyznačuje značnými bariérami vstupu, ktorými sú hlavne kapitálová náročnosť a problémy s úsporami z rozsahu. V závislosti od charakteru odvetvia sú tu dôležité aj skúsenosti v oblasti výroby, kde často ide o vysokú úroveň kvality. S tým súvisí aj ochota zákazníkov prejsť na nové značky. Párkrát sa vybranej spoločnosti stalo, že stratila zákazníka, ktorý šiel za nižšou cenou, no po určitej dobe sa vrátil naspäť v dôsledku nespokojnosti s kvalitou produktov u konkurencie.

5.3.3 Substitúty

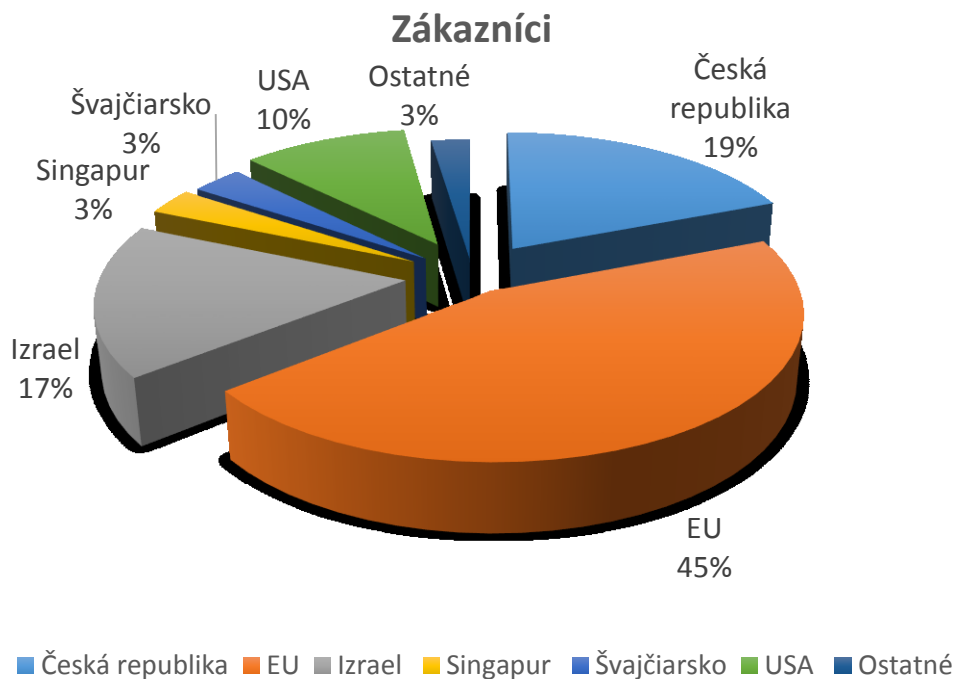
Produkty optického priemyslu nemajú významné substitúty, či už ide o optické produkty určené pre priemyselné aplikácie, vojenské aplikácie alebo športovú optiku. Zákazník sa môže rozhodovať maximálne o druhu optického komponentu, či už podľa kvality, značky, alebo ceny. Ide čisto len o rozhodovanie medzi samotnými výrobcami optických produktov.

5.3.4 Zákazníci

Ako už bolo pri konkurenčnej rivalite spomínané, ide o načúvanie zákazníka a sledovanie jeho potrieb, podľa ktorých sa im spoločnosti prispôbujú. Na základe toho sa dá konštatovať, že zákazníci majú silnú vyjednávaciu pozíciu, v rámci ktorej si môžu určovať podmienky, vyjednávať o cenách a v konečnom dôsledku majú možnosť vybrať si spomedzi konkurencie. Výroba optických produktov predstavuje odvetvie, v ktorom vyhráva ten, kto si dokáže dlhodobo udržať zákazníka. S prihliadnutím na túto skutočnosť sa podnik snaží

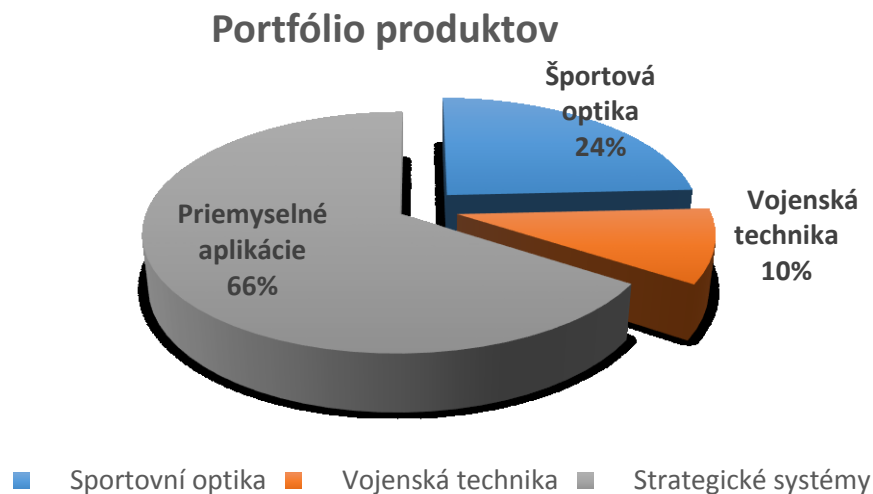
diverzifikovať portfólio svojich produktov, pomocou ktorých oslovuje veľké množstvo zákazníkov po celom svete.

Z analýzy portfólia zákazníkov vyplynulo, že najväčšiu časť tvoria zákazníci z Európskej únie, kde vrátane Českej republiky tvoria 64%. Významný zákazníci pochádzajú taktiež z Izraela, kde tržby tvoria 17% a následne USA, čo predstavuje 10% podielu na tržbách.



Obr. 12 Portfólio zákazníkov (vlastné spracovanie, zdroj: interné zdroje podniku)

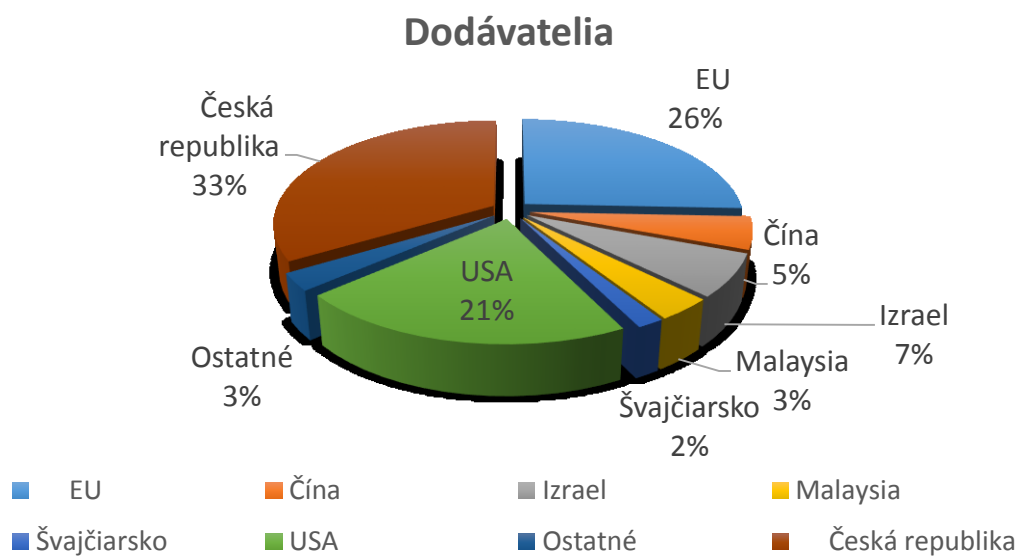
Spoločnosť sa snaží svojim širokým portfóliom o diverzifikáciu rizika straty zákazníka, či už z hľadiska teritoriálneho, ako ukazuje predchádzajúci graf, alebo z pohľadu vecného, a to zameraním sa na rôzne druhy optických produktov, ktorými oslovujú rôznych zákazníkov. Toto zameranie firmy vychádza zo skúsenosti nadobudnutej v minulosti, kde firma bola viac zameraná na produkciu vojenskej optiky (viac ako 75% obratu) a v roku 1988 výrazne klesol dopyt po tomto druhu výroby. Spoločnosť na to, aby prežila musela promptne reagovať na zmenu optickej produkcie, ktorú si trh vyžadoval. Nasledujúci graf zobrazuje podiely troch hlavných segmentácií produktov, ktorým sa podnik v rámci výroby zaoberá. Najväčšiu časť (66%) tvoria priemyselné aplikácie, v rámci ktorej sa výroba člení ešte na ďalšie podsegmenty. Ďalej je to športová optika (24%) a následne vojenská technika (10%).



Obr. 13 Portfólio produktov (vlastné spracovanie, zdroj: interné zdroje podniku)

5.3.5 Dodávateľia

Optický priemysel má k dispozícii veľký počet dodávateľov na svetovom trhu, čo pre vybraný podnik znamená výhodné postavenie z hľadiska vyjednávacej schopnosti, ktorú môže využiť pri ovplyvňovaní vstupných nákladov, napr. pri kúpe materiálu. Preto sa tu stretávame, aj v prípade vybranej spoločnosti, s častým vyjednávaním platobných, ale aj dodacích podmienok. Pri analýze dodávateľov spoločnosti bolo zistené, že najväčšia časť dodávateľov je z EU, odkiaľ je približne 59% nákladov za nákup materiálu. Zvyšná časť nákupov je podľa dodávateľov z jednotlivých regiónov zobrazená na grafe. V prípade riadenia nákupu má spoločnosť aplikované aj hodnotenia dodávateľov, kde sa sledujú rôzne kritéria, ktoré predurčujú od ktorého dodávateľa budú potrebné suroviny, alebo služby dodané.



Obr. 14 Dodávateľa vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie, zdroj: interné zdroje spoločnosti)

5.4 SWOT analýza

Tab. 17 SWOT analýza (vlastné spracovanie)

SWOT		Váha	Rating	Skóre
Interné faktory	Silné stránky			
	bohatá história	0,10	5	0,5
	kvalita produktov	0,20	4	0,8
	diverzifikácia produktov	0,15	4	0,6
	rozsiahly informačný systém	0,02	3	0,06
	rozsiahlosť trhu	0,15	3	0,45
	spolupráca s univerzitami	0,04	2	0,08
	lacná pracovná sila	0,04	4	0,16
	umiestnenie spoločnosti	0,10	3	0,3
	prispôsobovanie sa trhu	0,20	3	0,6
	Skóre celkom:	1,00		3,55
	Slabé stránky			
	závislosť na ekonomikách iných krajín	0,35	-4	-1,4
	vzdialenosť dodávateľov	0,15	-2	-0,3
veľký počet zamestnancov	0,10	-2	-0,2	
produkcia závislá na dodávateľoch	0,25	-3	-0,75	
vysoké náklady na materiál	0,15	-3	-0,45	
Skóre celkom:	1,00		-3,1	
Externé faktory	Príležitosti			
	nový trh	0,40	3	1,2
	modernejšie technológie	0,45	4	1,8
	vzdelávanie zamestnancov	0,15	2	0,3
	Skóre celkom:	1,00		3,3
	Hrozby			
	nedostatok zamestnancov	0,20	-3	-0,6
	hrozba nových konkurentov	0,30	-3	-0,9
	nedostatok dopytu	0,20	-2	-0,4
	zvýšenie nákladov na vstupy	0,10	-2	-0,2
finančná insolvenca zákazníkov	0,20	-1	-0,2	
Skóre celkom:	1,00		-2,3	

Vyhodnotenie SWOT analýzy:

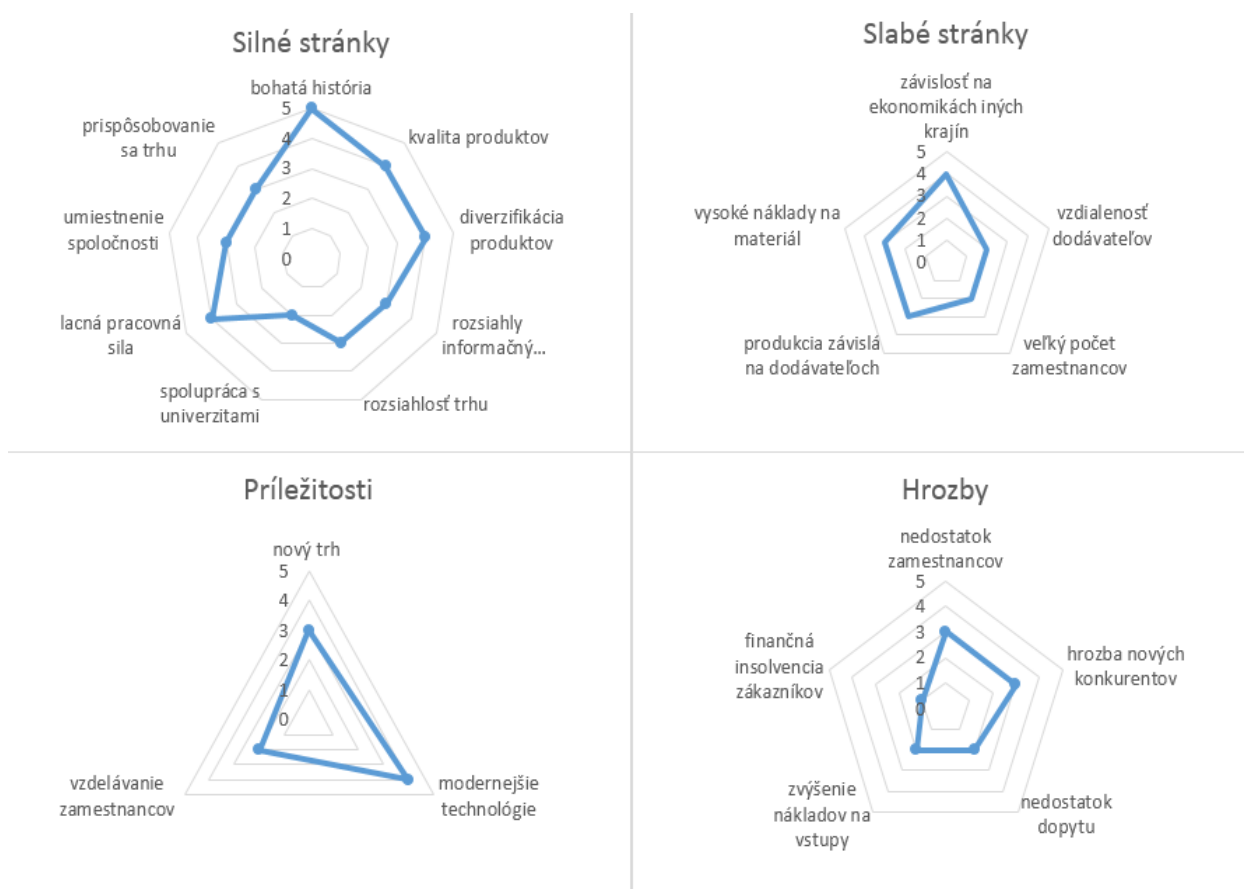
$$\text{Interné faktory} = 3,55 - 3,1 = 0,45$$

$$\text{Externé faktory} = 3,3 - 2,3 = 1$$

V rámci analýzy bola zostavená SWOT analýza, kde boli definované silné a slabé stránky podniky, a taktiež príležitosti a hrozby pre vybranú spoločnosť. Pri hodnotení bola jednotlivým faktorom priradená váha v závislosti od dôležitosti pre daný podnik. Následne boli tieto faktory ohodnotené škálou od 1-5 pri pozitívne pôsobiacich faktoroch (silné stránky a príležitosti) a škála od -1 do -5 pri negatívne pôsobiacich faktoroch (slabé stránky a hrozby).

Výsledky ukazujú, že silnou stránkou podniku sa javí schopnosť prispôsobovania sa trhu a požiadavkám zákazníka, kde na druhej strane slabou stránkou je závislosť podniku na vývoji ekonomickej situácií v rôznych krajinách, kde má spoločnosť pôsobenie. Príležitosti pre firmu znamenajú predovšetkým expanzie na nové trhy, a taktiež využitie nových technológií pre tvorbu hodnôt v rámci podnikateľskej činnosti. Tieto príležitosti má podnik neustále na pamäti a snaží sa ich pri svojej činnosti využívať. Hrozbu pre spoločnosť predstavuje vstup ďalších konkurentov na trh, ktorá je ale čiastočne eliminovaná bariérami vstupov do odvetvia.

Ak vychádzame pri vyhodnotení SWOT analýzy z číselného vyjadrenia výsledkov, môžeme vidieť, že výsledné hodnoty externých aj interných faktorov sú kladné, z čoho vyplýva, že v interných faktoroch prevažujú silné stránky nad slabými a v oblasti externých faktoroch sú to príležitosti nad hrozbami.



Obr. 15 SWOT analýza (vlastné spracovanie)

5.5 Vnútorný potenciál podniku

Mařík (2007) vo svojej publikácii uvádza nasledujúce tabuľky pre zisťovanie vnútorného potenciálu podniku, ktorých parametre boli použité pre vyhodnotenie vnútorného potenciálu vybranej spoločnosti. Daný spôsob zistenia vnútorného potenciálu podniku bol vybraný na základe prehľadnej a z môjho pohľadu logickej koncepcie určovania a vyhodnotenia vnútorného potenciálu spoločnosti. Vnútorý potenciál bol tak zistený na základe analýz manažmentu, zamestnancov, investícií, inovácií a výskumu podniku. Kladné hodnotenie týchto pilierov vnútorného potenciálu je základ pre hodnototvoriaci podnik.

5.5.1 Manažéri a riadenie podniku

Tab. 18 Hodnotenie managementu podniku (vlastné spracovanie)

Kritérium	Príklad pre zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie							Príklad pre dobré hodnotenie
		0	1	2	3	4	5	6	
Schopnosť tvoriť vízie	žiadné						x		vedenie má jasnú víziu
Schopnosť tvoriť stratégie	žiadné						x		vedenie má jasnú stratégiu
Schopnosť prognózovať	zlá				x				mimoriadná
Schopnosť oceniť šance a riziká	príliš optimistické						x		realistické pohľady
Plánovanie bežnej činnosti	žiadné						x		pravidelné obsiahle
Štýl vedenia hodnoty	nejasné kompetencie,					x			jasná kompetencia a
Osobné kvalifikácie	nedostatočná					x			vysoko kvalifikovaný
Schopnosť sa učiť	strnulosť v minulom				x				vysoká, záujem o nové
Schopnosť rozhodovať	váhavosť pri rozhodovaní				x				schopnosť rýchlo nájsť
Vyváženost technických a ekonomických hľadísk	jednostrannosť						x		ovláda obidve oblasti
Početnosť bodov:		0	0	0	3	2	5	0	
Body x početnosť:		0	0	0	9	8	25	0	

Získaný počet bodov = 0+0+0+9+8+25+0 = 42

Priemerný počet bodov = 42/10 = 4 body

5.5.2 Výkonný personál oceňovaného podniku

Tab. 19 Hodnotenie personálu podniku (vlastné spracovanie)

Kritérium	Príklad pre zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie							Príklad pre dobré hodnotenie	
		0	1	2	3	4	5	6		
A. Kvalifikácia a fluktuácia										
Závislosť na kľúčových odbornostiach	Prevádzka podniku je vysoko závislá na pracovníkoch so špecifickou odbornosťou			x						Prevádzka nevyžaduje špeciálnu odbornosť
Kvalifikácia personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, ako by to prevádzka vyžadovala					x				Podnik má personál s potrebnou kvalifikáciou
Nebezpečie fluktuácie kľúčových osôb	Vysoká fluktuácia podniku nevenuje pozornosť kľúčovým pracovným miestam					x				Zatiaľ nízka fluktuácia, kľúčové kvalifikácie sú identifikované a vhodne riadené
B. Klíma v podniku										
Obecné hodnotenie klímy	Napätá atmosféra, nespokojnosť						x			Spokojnosť a dôvera v budúcnosť
Ochota k výkonom pre firmu	Minimálna ochota k výkonom, pracovníci podali "vnútornú výpoveď"					x				Iniciatívnosť, ochota preberať zodpovednosť
C. Osobné náklady										
Relatívny vývoj osobných nákladov	Náklady rastú rýchlejšie než produktivita práce, alebo naopak rastu miezd je venovaná malá pozornosť						x			Osobné náklady sa vyvíjajú primerane
Náklady na školenie	Minimálne					x				Vysoké, zrovnateľné s konkurenciou
Početnosť bodov:		0	0	1	0	4	2	0		
Body x početnosť:		0	0	2	0	16	10	0		

Získaný počet bodov = $0 + 0 + 2 + 0 + 16 + 10 + 0 = 28$

Priemerný počet bodov = $28/7 = 4$

5.5.3 Inovácie, výskum a vývoj

Tab. 20 Hodnotenie inovácií podniku (vlastné spracovanie)

Kritérium	Príklad pre zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie						Príklad pre dobré hodnotenie	
		0	1	2	3	4	5		6
A. Inovačná sila									
Množstvo registrovaných práv priemyslových vlastníctiev	Malé množstvo, podnik už dlhšiu dobu nepodal žiadnu novú prihlášku k registráciám				x				Vysoký počet registrovaných práv a priebežné nové prihlášky
Podiel na nových produktoch na trhu	Minimálny podiel na trhu nových produktov					x			Nadpriemerný podiel
Podiel nových produktov na tržbách (príspevok na krytie, CF)	Nízky, tržby plynú predovšetkým zo zavedených produktov					x			Vysoký
Využitie informácií z reklamácií	Informácie nie su využívané							x	Prepracovaný systém sledovania a využitia informácií z reklamácií
B. Organizácia výskumu a vývoja									
Motivácia pracovníkov na inováciach	žiadny motivačný systém						x		Prepracovaný motivačný systém
Podiel úspešných výskumných projektov	malý					x			Vysoký
Stratégia výskumných prácí	žiadny výskum alebo improvizované riešenie						x		Jasné ciele a stratégie, prepracované väzby medzi výskumom a marketingom
Podiel nákladov na výskum a vývoj na tržbách	Nízky profil			x					Nadpriemerný podiel
Početnosť bodov:		0	0	1	1	3	2	1	
Body x početnosť:		0	0	2	3	12	10	6	

Získaný počet bodov = $0+0+2+3+12+10+6 = 33$

Priemerný počet bodov = $33/8 = 4$

5.5.4 Dlhodobý majetok a investície

Tab. 21 Hodnotenie dlhodobého majetku a investícií (vlastné spracovanie)

Kritérium	Príklad pre zlé hodnotenie	Bodové hodnotenie						Príklad pre dobré hodnotenie	
		0	1	2	3	4	5		6
Primeranosť kapacít k dátumu ocenenia	Nedostatočné kapacity, alebo naopak príliš mnoho nevyužitých kapacít			x					Kapacity optimálne využité
Technická úroveň DM	Veľmi zastaralá						x		Modernejšie vybavenie než u konkurencie
Stav údržby	Nedostatočná údržba						x		Starostlivá údržba
Fundovanosť posudzovania investícií	Rozhodovanie "od oka"					x			Štandardné kritéria hodnotenia investícií
Investičný controlling	Žiadne prvky investičného controllingu							x	Priebežná kontrola a spätné hodnotenie významných investícií
Primeranosť investícií	Investičná činnosť nedostatočná						x		Investície sú primerané konkrétnej situácii a rozvojovým zámerom
Početnosť bodov:		0	0	1	0	1	3	1	
Body x početnosť:		0	0	2	0	4	15	6	

Získaný počet bodov = $0+0+2+0+4+15+6 = 27$

Priemerný počet bodov = $27/6 = 4,5 = 5$

5.5.5 Celkové hodnotenie

Tab. 22 Celkové hodnotenie vnútorného potenciálu podniku (vlastné spracovanie)

	Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie						Body	Váha x Body	
			0	1	2	3	4	5			6
Priame faktory	Kvalita výroby	3						x		5	15
	Technická úroveň výroby	2					x			4	8
	Cenová úroveň	2					x			4	8
	Intenzita reklamy	1			x					3	2
	Výhody miesta	1					x			4	4
	Výhody distribúcie	1				x				3	3
	Image firmy	1				x				3	3
	Servis a služby	2				x				3	6
Nepriame faktory	Kvalita managementu	3						x		5	15
	Výkonný personál	2					x			4	8
	Výskum a vývoj	2				x				3	6
	Majetok a investície	2				x				3	6
	Finančná situácia	1						x		4	4
	Celkom:	23									88

Maximálny počet bodov = $6 \cdot 23 = 138$

Hodnotenie = $88/138 = 0,6377 = 64\%$

Ku konkurenčným výhodám oceňovaného podniku zaradíme kvalitu managementu, ktorý si dokáže určiť a následne realizovať stratégiu podniku. Podnik má jasnú víziu podľa ktorej sa riadi. Významnou výhodou managementu je jej schopnosť vyhodnocovať šance a riziká, čo je pri danej konkurencii veľmi dôležité. Management si pri danom postavení podniku nemôže dovoliť zaspáť, a nesledovať potenciálne šance a riziká, ktoré im ponúka trh a aktuálny trend. Pri danom úspechu podniku na trhu je samozrejmosťou vyváženosť technických a ekonomických hľadísk, na ktoré sa management v rámci svojich rozhodovacích činnosti zameriava.

Diverzifikáciu portfólia tiež môžeme brať za významnú konkurenčnú výhodu, ktorá sa ukázala hlavne v čase krízy, kedy bol podnik schopný vďaka svojej diverzifikácii ustáť na trhu, keď určité odvetvia zlyhávali.

Ďalšou významnou konkurenčnou výhodou je kvalita výrobku. Podnik sa neustále snaží zlepšovať kvalitu svojich výrobkov v oblasti priemyselných aplikácií, kde tolerancia nižšej kvality zo strany zákazníkov je veľmi nízka. Kvalitu si tak snaží zabezpečovať modernou technológiou a výskumami, ktoré majú viesť k zlepšeniu kvality produktov. V rámci svojho produktového portfólia, hlavne v oblasti športovej optiky vyrábajú produkty rôznej úrovne kvality, na základe čoho sa podnik snaží priblížiť k zákazníkovi, ktorí požadujú cenovo dostupnejšie výrobky, samozrejme s nižšou kvalitou.

Konkurenčnou nevýhodou je intenzita reklamy. Do tejto oblasti spoločnosť neinvestuje významnú časť peňažných prostriedkov, preto na trhu možno nie je tak známa ako napr. konkurenčné značky ako je napr. Zeiss. Avšak napriek tomu spoločnosť nemá problém s nedostatkom dopytu, dokonca v poslednej dobe je až nadmerne zabezpečená zákazkami. Spoločnosť pre reklamu využíva sponzorovanie športových závodov, hlavne v športe biatlon, kde sú priamo využívané produkty vybranej spoločnosti.

Ďalšou nevýhodou je problém s nedostatkom pracovnej sily na trhu, čo spôsobuje problémy v období veľkých zákaziek.

Vzhľadom na to, že v rámci hodnotenia vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily podniku dosiahla spoločnosť v bodovom hodnotení 64%, môžeme z tohto dôvodu predpokladať, že tržný podiel podniku behom najbližších piatich rokov sa môže dostať až na hodnotu 0,42%.

Tab. 23 Predikcia tržného podielu spoločnosti (vlastné spracovanie)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
0,40%	0,41%	0,56%	0,44%	0,41%	0,41%	0,37%	0,36%	0,38%	0,40%	0,41%	0,42%	0,42%	0,42%

Ak zoberieme do úvahy výsledky analýzy konkurenčnej sily podniku a taktiež analýzy atraktivity trhu, môžeme spoločnosť označiť ako **podnik s prijateľnou, až dobrou perspektívou**.

ZÁVER STRATEGICKEJ ANALÝZY

Na začiatok oceňovacieho procesu bolo nutné vykonať strategickú analýzu, v rámci ktorej sa zohľadňujú a prehodnocujú aspekty, resp. podmienky vytvárania hodnoty podniku v budúcnosti. Tento prvý krok tak vytvára základ pre následné ocenenie, a preto je dôležité sa v tejto oblasti zamerať na rôzne faktory, ovplyvňujúce chod podniku.

V rámci strategickej analýzy boli analyzované vonkajšie, ale aj vnútorné faktory ovplyvňujúce podnik. Bolo zistené, že v oblasti vývoja makroekonomických ukazovateľov, ako je napr. vývoj HDP a inflácia, ide o faktory pozitívne ovplyvňujúce budúcnosť podniku. Naopak problémovou oblasťou môže byť schopnosť získavania nových pracovníkov na trhu práce, vzhľadom na nedostatok kvalifikovanej pracovnej sily v regióne.

Pri analyzovaní konkurencie bolo zistené, že podnik na to aby si zachoval podiel na trhu, alebo aby si svoju pozíciu na trhu zlepšil, sa musí neustále zdokonaľovať v oblasti používania nových technológií. Disponovanie novými technológiami pre podnik znamená určitú konkurenčnú výhodu, ktorú je nutné si neustále v tomto priemysle strážiť. Vzhľadom na výnosnosť trhu a na druhej strane bariéry vstupu do odvetvia, sa trh javí ako priemerne atraktívny.

Ako už bolo spomínané, trh s optickými produktami, čo v podstate tvoria prevažne optické komponenty do rôznych technologických prístrojov a podobne, je veľmi citlivý na vývoj ekonomík. Tento fakt bol taktiež braný pri zostavovaní predikcií tržieb relevantného trhu. Jednou z výhod vybranej spoločnosti je jej diverzifikácia portfólia výrobkov, kde tak podnik oslovuje širšie spektrum zákazníkov, čo môže byť brané aj ako určité zaistenie voči riziku neprosperity určitého odvetvia, kam putujú jednotlivé produkty spoločnosti.

Na základe celkovej strategickej analýzy bol podnik charakterizovaný ako **podnik s priateľnou až dobrou perspektívou.**

6 FINANČNÁ ANALÝZY PODNIKU

Finančná analýza je zameraná na horizontálnu, vertikálnu analýzu a taktiež analýzu pomerových ukazovateľov a čistého pracovného kapitálu, kde sledovaným obdobím sú roky 2012 – 2016.

6.1 Horizontálna analýza

Horizontálna analýza poskytuje informácie týkajúce sa vývoja jednotlivých položiek výkazov v jednotlivých rokoch. Na základe nej je možné si vytvoriť prvotný obraz o vývoji podniku s prihliadnutím na finančné ukazovatele.

6.1.1 Horizontálna analýza aktív

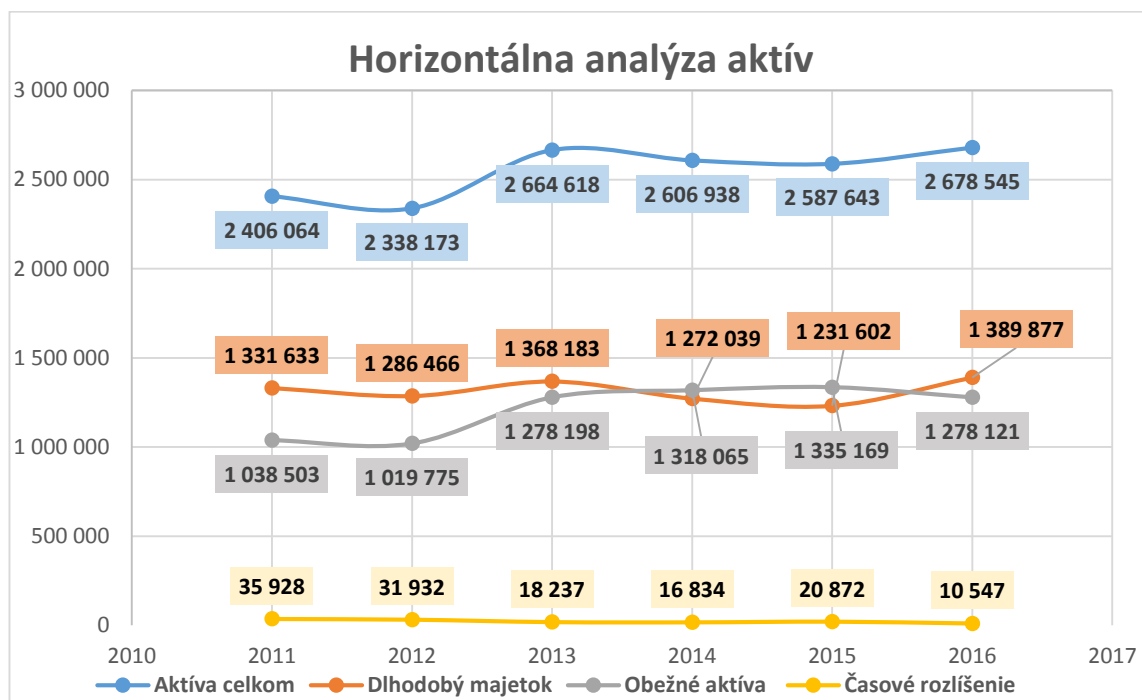
V rámci horizontálnej analýzy aktív bol zaznamenaný najvyšší nárast majetku v roku 2013, kde šlo o 14% navýšenie. Tento rast bol spôsobený zvýšením hodnoty obežných aktív o 25,3%, čo v absolútnej hodnote predstavuje 258 423 tis. Kč. Konkrétne túto zmenu zapríčinili krátkodobé pohľadávky o 85,4%, kde bol nárast pohľadávok z obchodných vzťahov o 56 493 tis. Kč a 88 018 tis. Kč z daňových pohľadávok. Zvyšok zmeny pripadalo na zásoby, ktoré sa oproti predošlému roku zvýšili o 15,2%. Tomuto roku dopomohlo aj 6,4% zvýšenie v oblasti dlhodobého majetku vo všetkých troch oblastiach DM (DNM, DHM a DFM), kde nastal nárast cieľových investícií spoločnosti do výrobného zariadenia. V rokoch 2014 a 2015 boli bilančné hodnoty znížené v dôsledku zníženia dlhodobého majetku. Čo sa prejavilo v oblasti DHM z dôvodu nižšej investičnej aktivity oproti predchádzajúcemu roku 2013. Rok 2015 sa vyznačoval investíciami do strojového parku, modernizácie a rekonštrukcie výrobných priestorov v hodnote 130 701 tis. Kč, na ktoré spoločnosť využila dotačný program OPPI Inovácie. Hodnota týchto investícií neprevýšila hodnotu odpisov, preto sa hodnota DM v roku 2015 znížila oproti predchádzajúcemu roku o 40 437 tis. Kč. V roku 2015 nastalo síce navýšenie dlhodobých pohľadávok o 100%, no opäť v absolútnych hodnotách sa jedná o menej významné čiastky, a to 30 tis. Kč. Na druhej strane významné zmeny boli v položkách zásob, ktoré poklesli o 7,4% (73 568 tis. Kč) v dôsledku tvorby opravných položiek k zásobám obstaraných minulý rok. Nárast krátkodobých pohľadávok, konkrétne položky pohľadávok z obchodných vzťahov boli navýšené o 21% (54 303 tis. Kč) vďaka nárastu obratu v danom roku. Navýšenie bilancie v roku 2016 spôsobila predovšetkým investičná činnosť podniku do DHM, ako už bolo spomínané v strategickej analýze. Výrazná zmena bola zaznamenaná aj v zmene hodnoty držaného krátkodobého finančného

majetku. Tento skok bol spôsobený udržaním si optimálnej hodnoty tohto druhu majetku po nadmernom držaní z predchádzajúceho roku (2015).

Z komplexného pohľadu horizontálnej analýzy je zrejmé, že bilančná suma sa z roka na rok znižovala okrem roku 2013, ktorý bol rokom investícií do DM, a taktiež výrazných zmien v obežných aktívach a to na položkách krátkodobých pohľadávok a zásob. V ostatných sledovaných rokoch môžeme vidieť relatívne významné zmeny v DNM a DFM, ktoré až tak nemajú výraznú mieru zmien z pohľadu absolútnych hodnôt ako DHM, kde nastali oveľa výraznejšie zmeny. Čo sa týka obežného majetku, dá sa povedať, že všetky položky predstavujú významné zmeny, či už v relatívnom alebo absolútnom vyjadrení, či už v položkách zásob, krátkodobých pohľadávok alebo finančného majetku. Položky časového rozlíšenia nepredstavujú nejaké stabilnejšie hodnoty a tiež sa ich hodnota z roka na rok mení. Najvýraznejšie zmeny boli však v roku 2013, kde šlo až o 42,9% pokles hodnoty položky časového rozlíšenia, čo v absolútnych hodnotách predstavovalo 13 695 tis. Kč.

Tab. 24 Horizontálna analýza aktív (vlastné spracovanie)

Horizontálna analýza					
	2012	2013	2014	2015	2016
Aktíva celkom	-3%	14%	-2%	-1%	4%
Dlhodobý majetok	-3%	6%	-7%	-3%	13%
DNM	24%	16%	25%	0%	-32%
DHM	-3%	6%	-8%	-4%	13%
DFM	-23%	11%	8%	14%	15%
Obežné aktíva	-2%	25%	3%	1%	-4%
Zásoby	8%	15%	11%	-7%	-3%
Dlhodobé pohľadávky			0%	100%	2140%
Krátkodobé pohľadávky	-2%	85%	-22%	21%	4%
Krátkodobý finančný majetok	-51%	-17%	19%	52%	-40%
Časové rozlíšenie	-11%	-43%	-8%	24%	-49%



Obr. 16 Vývoj aktív v jednotlivých rokoch v tis. Kč (vlastné spracovanie)

6.1.2 Horizontálna analýza pasív

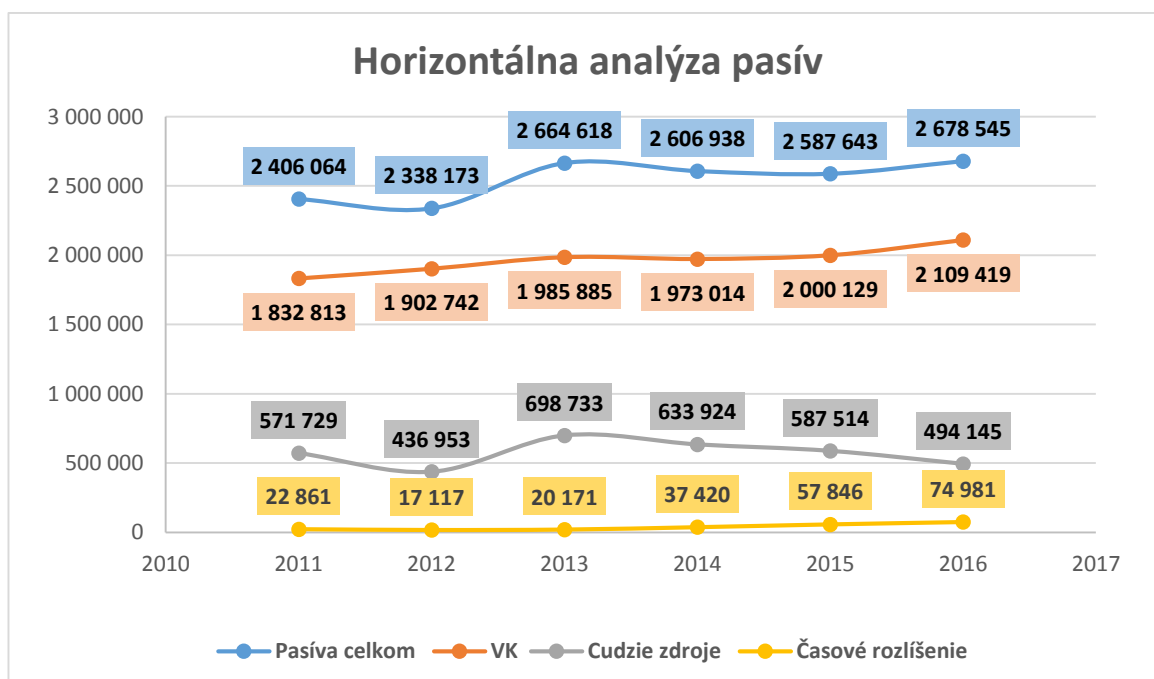
Na základe horizontálnej analýzy pasív je vidieť, že hodnota VK sa výrazne nemenila v porovnaní s hodnotou cudzích zdrojov. V relatívnom poňatí sa materiálne menili položky časového rozlíšenia, ktoré však v absolútnych číslach nepredstavovali významné zmeny. Najväčšie pohyby vo VK boli v položkách výsledku hospodárenia, či už bežného ale aj minulého obdobia. Význam týchto zmien bol podstatný ako v relatívnych, tak aj v absolútnych hodnotách. Napr. rok 2012 mal významnú zmenu vo VH MO, do ktorého bol prevedený nerozdelený zisk z minulého roku, ktorý bol dosiahnutý na základe rekordného obratu dosiahnutého v roku 2011. S tým úzko súvisí aj zníženie položky VH BO o 51,9 % (72 084 tis. Kč), kde tento zisk nepatrí k extrémne nízkym výsledkom hospodárenia, ale vzhľadom na predchádzajúci úspešný rok bola zmena výrazná. Ďalšou výraznou zmenou bol rok 2015 vo výsledku hospodárenia, ktorý sa v porovnaní z predchádzajúcim rokom zvýšil až o 428,7%, čo v absolútnych hodnotách predstavovalo čiastku 17 541 tis. Kč. Položka rezervných fondov sa medziročne menila v závislosti od hodnoty výsledku hospodárenia, kde pri rozhodovaní o rozdelení VH putovalo 5% vždy do týchto rezervných fondov a zvyšok na účet VH MO.

V oblasti cudzích zdrojov sa menila hodnota položiek krátkodobých záväzkov a bankových úverov. Zmeny v krátkodobých záväzkoch boli prirodzene vyvolané obchodnými vzťahmi.

Bankové úvery sa v roku 2013 výrazne navýšili o 88,1% (192 890 tis. Kč), v dôsledku zahájenia projektu „Inovácia výroby opto-mechanických a optoelektronických zostáv“. V ostatných rokoch dochádzalo k splácaniu požičaných peňažných prostriedkov. (Príloha 4)

Tab. 25 Horizontálna analýza pasív

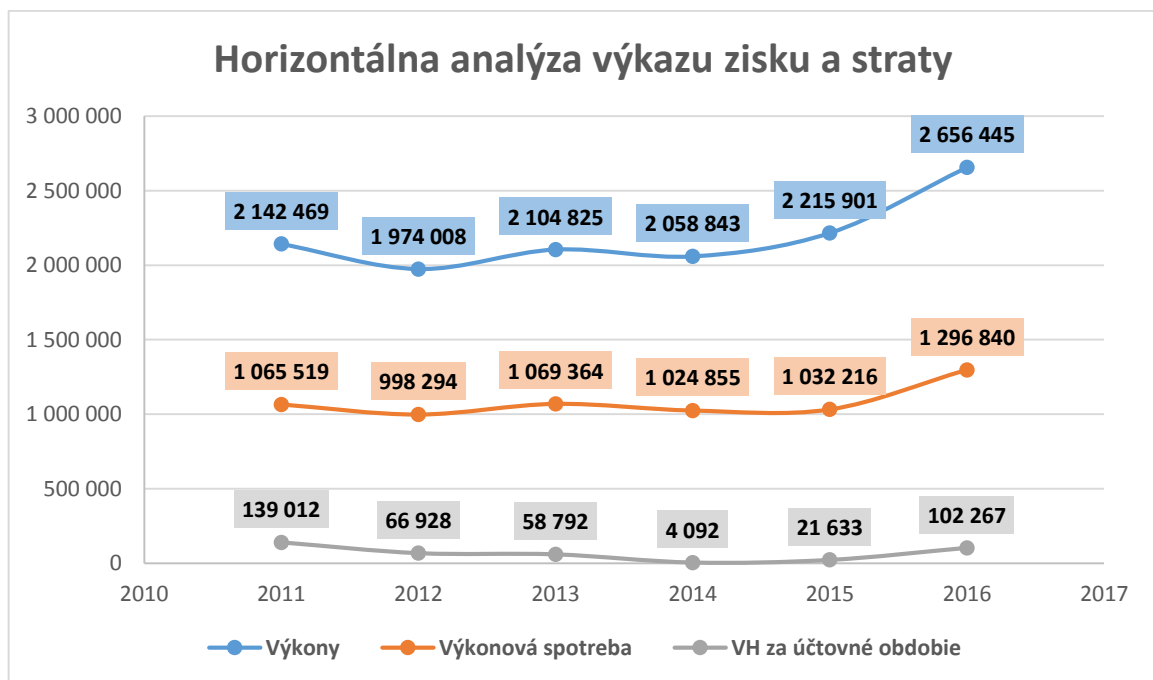
	2012	2013	2014	2015	2016
Pasíva celkom	-3%	14%	-2%	-1%	4%
VK	4%	4%	-1%	1%	5%
ZK	0%	0%	0%	0%	0%
Kapitálové fondy	1%	1%	1%	1%	1%
Rezervný fond, nedeliteľn'	17%	7%	6%	0%	2%
VH MO	158%	29%	20%	1%	6%
VH BO	-52%	-12%	-93%	429%	373%
Cudzie zdroje	-24%	60%	-9%	-7%	-16%
Rezervy	11%	-11%	18%	22%	18%
Dlhodobé záväzky	7%	-1%	1%	0%	85%
Krátkodobé záväzky	-24%	45%	-17%	2%	27%
Bankové úvery a výpomoc	-28%	88%	-12%	-21%	-39%
Časové rozlíšenie	-25%	18%	86%	55%	30%



Obr. 17 Vývoj pasív v jednotlivých rokoch v tis. Kč (vlastné spracovanie)

6.1.3 Horizontálna analýza výkazu zisku a straty

Výsledok hospodárenia v jednotlivých rokoch výrazne kolísal, čo nebolo ani tak dôsledkom kolísania tržieb a nákladov z výkonovej spotreby, ale dôsledkom zmien na položkách opravných položiek a zostatkových cien predaného DM a materiálu. Veľké rozdiely v opravných položkách, a to hlavne v roku 2015 boli zapríčinené zmenou oceňovania zásob, čo viedlo až k 185% navýšeniu nákladov v tejto položke (92 989 tis. Kč). Zmeny výkonov, hlavne tržieb nemali v sledovanom období výrazné zmeny. Výkonová spotreba sa vyvíjala priamo úmerne s hodnotami výkonov. Nie príliš stabilné sú aj položky súvisiace s finančným výsledkom hospodárenia, hlavne ostatné finančné výnosy a náklady, ktoré so sebou nesú významné zmeny v % ale aj absolútnom vyjadrení.



Obr. 18 Vývoj položiek zisku a strát v jednotlivých rokoch v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Tab. 26 Horizontálna analýza výkazu zisku a strát v relatívnom vyjadrení (vlastné spracovanie)

Horizontálna analýza

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za predaj tovaru	-100%	7160%	-100%		35%
Náklady vynaložené na predaj tovaru	-99%	5452%	-100%		59%
Obchodná marža	-100%	-28700%	-100%		-600%
Výkony	-8%	7%	-2%	8%	20%
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	-7%	2%	1%	8%	19%
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti	-39%	144%	-67%	-6%	84%
Aktivácia	13%	42%	8%	-2%	27%
Výkonová spotreba	-6%	7%	-4%	1%	26%
Spotreba materiálu a energie	-9%	7%	-2%	0%	28%
Služby	5%	7%	-14%	6%	14%
Pridaná hodnota	-10%	6%	0%	14%	15%
Osobné náklady	-1%	1%	4%	5%	7%
Mzdové náklady	-2%	1%	4%	6%	7%
Náklady na SP a ZP	2%	1%	2%	6%	8%
Sociálne náklady	-2%	9%	9%	-3%	-1%
Dane a poplatky	-13%	3%	5%	-2%	-1%
Odpisy DNM a DHM	24%	3%	13%	-11%	-1%
Tržby z predaja DM a materiálu	-38%	-29%	-8%	29%	-13%
Tržby z predaja DM	-99%	-21%	21%	158%	28%
Tržby z predaja materiálu	55%	-30%	-9%	27%	-14%
Zostatková cena predaného DM a materiálu	-54%	-44%	-25%	71%	-26%
Zostatková cena predaného DM	-99%	-78%	-100%		-100%
Predaný materiál	53%	-44%	-25%	68%	-25%
Zmena stavu rezerv a OPv provoznej oblasti a komplexných NBO	27%	-34%	82%	185%	-1%
Ostatné provozné výnosy	43%	7%	-14%	8%	14%
Ostatné provozné náklady	-36%	152%	-76%	126%	242%
Provozný výsledok hospodárenia	-78%	136%	-67%	82%	167%
Výnosové úroky	46%	-13%	40%	16%	-17%
Nákladové úroky	2%	-22%	-9%	-15%	-35%
Ostatné finančné výnosy	-49%	94%	-12%	-25%	-11%
Ostatné finančné náklady	-48%	115%	-7%	-18%	-32%
Finančný výsledok hospodárenia	250%	136%	31%	20%	-100%
Daň z príjmu za bežnú činnosť	-53%	74%	-39%	-38%	1709%
splatná	5%	0%	-3%	-26%	16%
odložená	-100%	21817%	-88%	-166%	-18985%
VH za bežnú činnosť	-82%	141%	-98%	1881%	373%
Mimoriadny VH		-100%			
VH za účtovné obdobie	-52%	-12%	-93%	429%	373%
VH pred zdanením	-52%	-10%	-90%	282%	441%

6.2 Vertikálna analýza

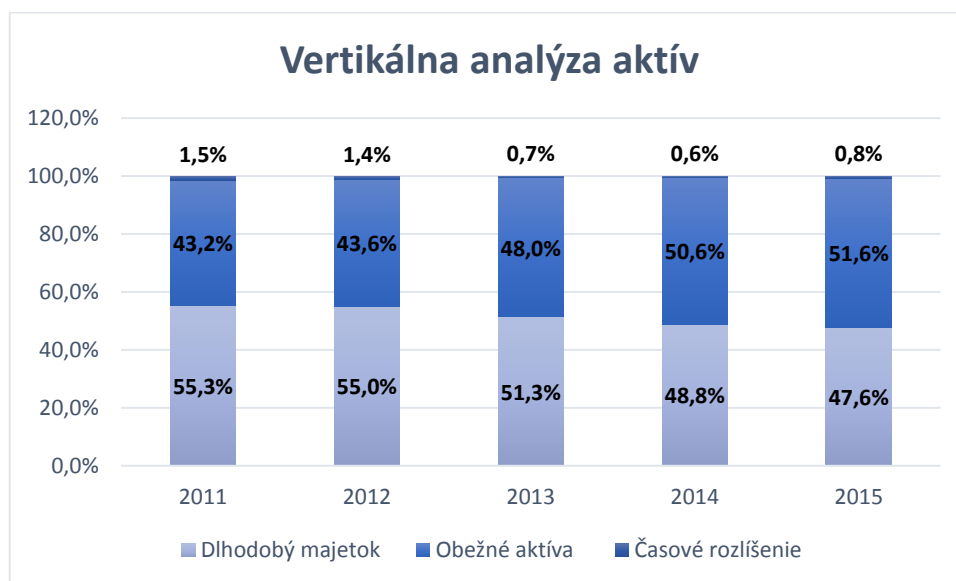
Podiel jednotlivých položiek výkazov z celkových hodnôt ukazujú nasledujúce tabuľky.

6.2.1 Vertikálna analýza aktív

Tab. 27 Vertikálna analýza aktív (vlastné spracovanie)

Vertikálna analýza						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Aktíva celkom	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Dlhodobý majetok	55%	55%	51%	49%	48%	52%
DNM	0%	1%	1%	1%	1%	0%
DHM	53%	53%	49%	47%	45%	49%
DFM	2%	1%	1%	2%	2%	2%
Obežné aktíva	43%	44%	48%	51%	52%	48%
Zásoby	30%	33%	33%	38%	35%	33%
Dlhodobé pohľadávky	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Krátkodobé pohľadávky	8%	8%	12%	10%	12%	12%
Krátkodobý finančný majetok	6%	3%	2%	3%	4%	2%
Časové rozlíšenie	1%	1%	1%	1%	1%	0%

Podiel dlhodobého majetku a obežných aktív na celkových aktívach v podniku je zhruba na rovnakej úrovni. Čo sa týka vývoja za sledované obdobie, podiel DM sa postupne znižuje, čo na druhej strane vedie k zvyšovaniu podielu obežných aktív. Je to spôsobené zvyšovaním položiek zásob, čo v posledných rokoch bolo vďaka zmenám oceňovania, a navyšovaniu krátkodobých pohľadávok z obchodných vzťahov. Podiel časového rozlíšenia je zanedbateľný a pohybuje sa okolo 1%. Najväčší podiel DM tvorí dlhodobý hmotný majetok a u obežných aktív sú to už spomínané zásoby a pohľadávky.

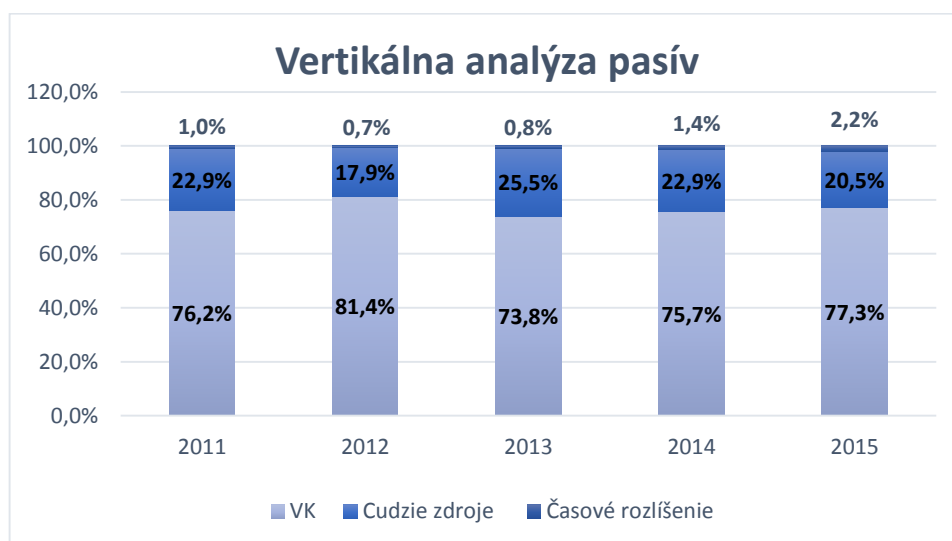


Obr. 19 Vertikálna analýza aktív (vlastné spracovanie)

6.2.2 Vertikálna analýza pasív

Tab. 28 Vertikálna analýza pasív (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pasíva celkom	100%	100%	100%	100%	100%	100%
VK	76%	81%	75%	76%	77%	79%
ZK	41%	42%	37%	38%	38%	37%
Kapitálové fondy	24%	25%	22%	23%	23%	23%
Rezervný fond, nedeliteľný fon	2%	2%	2%	2%	2%	2%
VH MO	3%	9%	10%	13%	13%	13%
VH BO	6%	3%	2%	0%	1%	4%
Cudzie zdroje	24%	19%	26%	24%	23%	18%
Rezervy	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Dlhodobé záväzky	1%	1%	1%	1%	1%	2%
Krátkodobé záväzky	8%	7%	8%	7%	7%	9%
Bankové úvery a výpomoci	13%	9%	15%	14%	11%	7%
Časové rozlíšenie	1%	1%	1%	1%	2%	3%



Obr. 20 Vertikálna analýza aktív (vlastné spracovanie)

Podiely vlastného kapitálu a cudzích zdrojov na pasívnej strane nie sú tak rovnomerné ako na strane aktív. Spoločnosť je financovaná prevažne vlastným kapitálom, kde môžeme hovoriť o konzervatívnom spôsobe financovania. Pomery VK a cudzích zdrojov sa v každom roku menia, no nejedná sa o veľké zmeny podielov. Ak zoberieme do úvahy posledné tri roky, vidíme, že sa podiel VK zvyšuje. Výrazná hodnota podielu VK bola v roku 2012, ktorá bola spôsobená zmenami, a to znížením hodnoty položiek v cudzích zdrojoch. Šlo o splatenie bankového úveru a zníženie záväzkov. Tieto dve položky spolu s dosiahnutým ziskom hýbu s podielmi VK a cudzích zdrojov na strane pasív. Časové rozlíšenie, podobne ako aj v aktívach, nemá významný podiel.

6.3 Analýza cash flow

Na základe nasledujúcej tabuľky môžeme vidieť vývoj CF podniku za sledované obdobie. Výsledky peňažných tokov ukazujú, že podnik v prevádzkovej činnosti dosahoval v sledovanom období kladné hodnoty, zatiaľ čo v každom roku vidíme záporné CF z investičnej činnosti, čo predstavuje neustále investovanie podniku do technológií, kde ide o zachovanie si konkurenčných výhod na trhu. V budúcnosti sa očakáva, na základe tejto aktívnej investičnej činnosti v sledovaných rokoch, že v budúcnosti bude podnik generovať z investovaného kapitálu vyššie kladné hodnoty z prevádzkovej CF.

Tab. 29 Analýza peňažných tokov v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Analýza peňažných tokov	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cash flow z prevádzkovej činnosti	141 960	112 292	15 920	119 534	214 775	298 832
Cash flow z investičnej činnosti	-149 930	-102 081	-218 935	-61 007	-101 772	-291 869
Cash flow z finančnej činnosti	88 981	-82 829	191 376	-47 652	-76 664	-49 156
Total	81 011	-72 618	-11 639	10 875	36 339	-42 193

6.4 Analýzy rozdielových ukazovateľov

V rámci analýzy rozdielových ukazovateľov je potrebné sa pozrieť konkrétne na ukazovateľ čistého pracovného kapitulu, keďže vývoj jeho položiek je relevantný pre nasledujúce kapitoly zaoberajúce sa generátormi hodnôt.

6.4.1 Čistý pracovný kapitál

Ako naznačuje tabuľka, hodnota ČPK sa z roka na rok zvyšuje. Hodnota ČPK niekoľkonásobne preyšuje hodnotu krátkodobých záväzkov, čo vyjadruje schopnosť podniku hrať svoje finančné záväzky. Jeho hodnota sa navyšuje kvôli zvyšujúcim sa hodnotám zásob.

Tab. 30 Čistý pracovný kapitál v tis. Kč (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	713 093	770 781	888 192	989 772	916 204	888 340
Krátkodobé pohľadávky	182 416	178 618	331 239	258 651	312 954	324 679
Krátkodobý finančný majetok	142 994	70 376	58 737	69 612	105 951	63 758
Krátkodobé záväzky	202 380	153 718	222 302	183 910	188 146	239 763
ČPK	836 123	866 057	1 055 866	1 134 125	1 146 963	1 037 014

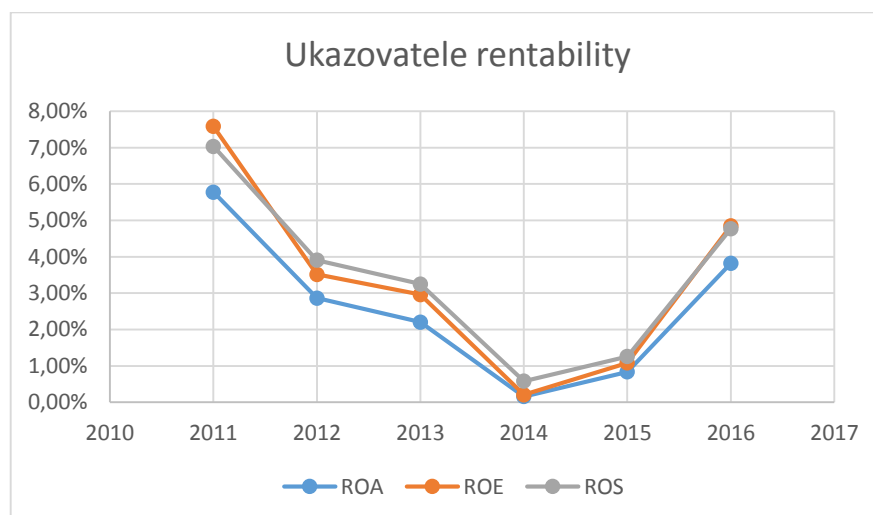
6.5 Analýza pomerových ukazovateľov

V tejto časti bude finančná situácia podniku hodnotená na základe vhodných pomerových ukazovateľov, v rámci ktorých bude analyzovaná rentabilita, likvidita, zadlženosť a aktívita podniku.

6.5.1 Ukazovatele rentability

Tab. 31 Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROA	5,78%	2,86%	2,21%	0,16%	0,84%	3,82%
ROE	7,58%	3,52%	2,96%	0,21%	1,08%	4,85%
ROS	7,03%	3,91%	3,25%	0,58%	1,26%	4,77%



Obr. 21 Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)

Pri analýze rentability nás zaujíma, ako je podnik ziskový. Ak sa pozrieme na jednotlivé ukazovatele rentability, vidíme, že sa v sledovanom období úrovne rentability znižovali, čo spôsobili hlavne náklady v opravných položkách a náklady za predaný DM, čo sa následne odzrkadlilo v položkách zisku. Následný zvrät od roku 2014, kde sa jednotlivé ukazovatele rentability navyšovali, nastal v dôsledku zvyšovania tržieb (výkonov) a v dôsledku lepšieho riadenia nákladov v podniku, čo nastalo vďaka implementovaniu rôznych projektov zameraných na riadenie nákladov.

Ukazovateľ ROE má podobný vývoj ako hodnoty ROA. Klesanie týchto hodnôt, okrem roku 2015 a 2016, je spôsobené znižovaním hodnoty čistého zisku. Hodnoty ROE sú nižšie pri

porovnaní s inými konkurenčními podnikmi, čo je spôsobené štruktúrou financovania podniku, kde VK tvorí veľký podiel na financovaní.

6.5.2 Ukazovatele zadlženosti

Tab. 32 Ukazovatele zadlženosti (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Equity ratio	76%	81%	75%	76%	77%	79%
Debt ratio	24%	19%	26%	24%	23%	18%
Debt Equity ratio	31%	23%	35%	32%	29%	23%
Úrokové krytie	17,45	3,85	11,64	4,25	9,06	36,95

Ukazovatele zadlženosti naznačujú, že sa nejedná o podnik príliš zadlžený. Ako už bolo spomínané, financovanie podniku pochádza hlavne z VK, ktorý tvorí v štruktúre financovania značný podiel. Ak si zoberieme napr. rok 2016 jedná sa až o 77,3% podiel VK na celkových pasívach. Navyše zvyšný podiel je určený pre cudzie zdroje, z ktorých len 11,1% tvoria úročené cudzie zdroje. Úrokové krytie nám naznačuje, že podnik je schopný dostatočne kryť svoje nákladové úroky. Vo všeobecnosti je požadovaná úroveň úrokového krytia na úrovni 3, čo podnik v tomto prípade výrazne prekračuje. Podnik je v tomto smere schopný zvládať vyššie zadlženie, čo by sa v konečnom dôsledku prejavilo aj v rentabilite vlastného kapitálu. Podnik má v budúcnosti možnosť viac financovať svoje aktíva aj cudzími zdrojmi.

6.5.3 Ukazovatele likvidity

Tab. 33 Ukazovatele likvidity (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celková likvidita	5,13	6,63	5,75	7,17	7,10	5,33
Bežná likvidita	1,61	1,62	1,75	1,78	2,23	1,62
Okamžitá likvidita	0,71	0,46	0,26	0,38	0,56	0,27

Hodnoty likvidity spoločnosti nadobúdajú až nadmerné hodnoty pri porovnaní s odporúčanými hodnotami. Nadmerné hodnoty dosahuje celková likvidita, ktorá pri odporúčanej hodnote 1,5 – 2,5, dosahuje hodnoty dvoj až trojnásobne vyššie, čo svedčí o zbytočnom držaní peňažných prostriedkov v položkách obežných aktív. Ukazovatele bežnej a okamžitej likvidity sa narozdiel od celkovej likvidity približujú k odporúčaným hodnotám, čo v prípade bežnej likvidity je do 1,5; a v prípade okamžitej do 0,5.

6.5.4 Ukazovatele aktivity

Tab. 34 Ukazovatele aktivity (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrat celkových aktív	0,89	0,84	0,79	0,79	0,86	0,99
Doba obratu zásob	121,49	142,52	154,02	175,47	150,92	122,06
Doba obratu pohľadávok	31,08	33,03	57,44	45,85	51,55	44,61
Doba obratu krát. Závazkov	34,48	28,42	38,55	32,60	30,99	32,94

Ukazovatele aktivity sa za sledované obdobie menili rôznymi smermi. Ak však zoberieme do úvahy len posledné tri roky, obrat celkových aktív sa zvyšoval, čo znamená, že šlo o lepšie využitie aktív v podnikaní, i keď sa nejedná o významné zlepšenie. Výraznejšie zlepšenie nastalo vo využití zásob, kde došlo k zníženiu doby obratu takmer o 30 dní. K zníženiu doby obratu došlo aj pri krátkodobých záväzkoch. Na druhej strane doba obratu pohľadávok sa v roku 2015 zvýšila.

6.6 Porovnanie s konkurenciou

Tab. 35 Porovnanie ukazovateľov s konkurenciou a priemyslom (vlastné spracovanie)

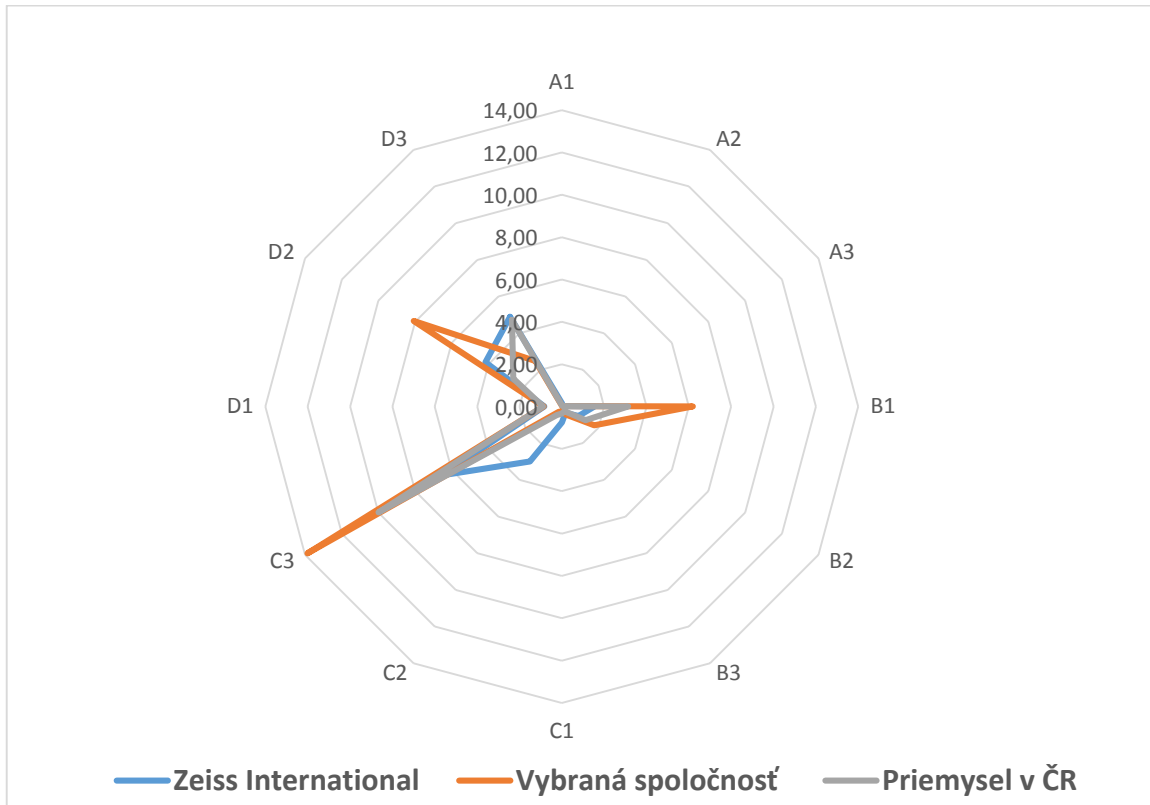
Finančné indikátory

Financial indicators		Zeiss International	Vybraná spoločnosť	Priemysel v ČR
ROE	A1	15,00%	3,37%	4,80%
ROA	A2	6,80%	2,61%	3,78%
ROS	A3	4,60%	3,47%	3,60%
Celková likvidita	B1	1,55	6,18	3,13
Bežná likvidita	B2	0,91	1,77	1,29
Okamžitá likvidita	B3	0,34	0,44	0,26
Debt ratio	C1	0,75	0,22	0,32
Debt equity ratio	C2	3,00	0,29	0,47
Úrokové krytie	C3	6,50	13,87	10,00
Obrat celkových aktív	D1	0,83	0,86	0,88
Obrat zásob	D2	4,17	8,08	2,65
Obrat pohľadávok	D3	4,90	2,48	4,72

Finančné ukazovatele vybranej spoločnosti boli porovnané s ukazovateľmi vybranej konkurenčnej spoločnosti a s ukazovateľmi trhu v ČR. Pri porovnaní bolo zistené, že najväčšie rozdiely sú medzi vybranou spoločnosťou a konkurenčnou spoločnosťou. Výrazné rozdiely v ukazovateľoch sú spôsobené práve už spomínanou štruktúrou kapitálu. Keďže vo vybranej spoločnosti prevláda konzervatívnejšie financovanie podnikateľskej činnosti, vykazuje

aj menšie hodnoty v oblasti ukazovateľov rentability a ovplyvnené sú takisto aj ukazovatele zadlženosti.

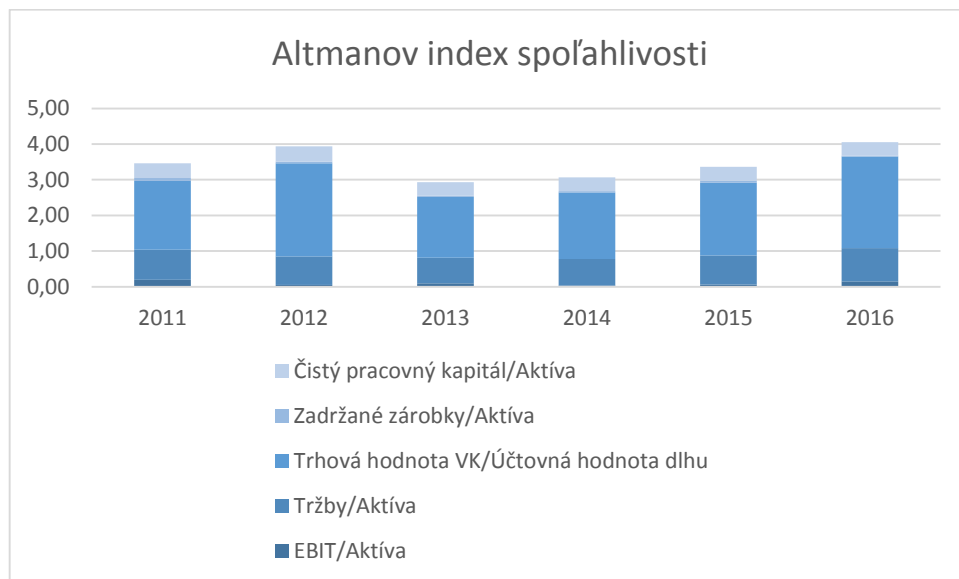
Pri porovnaní ukazovateľov likvidity, vybraná spoločnosť drží vyššiu hodnotu finančných prostriedkov než je z hľadiska podnikateľskej činnosti nutné.



Obr. 22 Porovnanie ukazovateľov s konkurenciou a priemyslom (vlastné spracovanie)

6.7 Altmanov index spoľahlivosti

Podľa grafu môžeme vidieť, že Z-skóre v jednotlivých rokoch prekračoval hodnotu 3, čo znamená, že podnik sa nachádza v bezpečnej zóne, čo definuje vybraný podnik ako podnik s vysokou pravdepodobnosťou prežitia. Tento výrok nám taktiež potvrdzuje základný predpoklad oceňovania podniku pomocou DCF a tým je tzv. “going concern” a teda nepretržité pokračovanie účtovnej jednotky.



Obr. 23 Zobrazenie Altmanovho indexu spoľahlivosti (vlastné spracovanie)

6.8 Rozdelenie aktív na prevádzkovo nutný a prevádzkovo nepotrebný majetok

Pre účely stanovenia hodnoty podniku je nevyhnutné rozdeliť majetok, resp. aktíva na prevádzkovo nutné, a prevádzkovo nepotrebné aktíva. Toto rozdelenie je následne využité na zistenie výšky investične nutného kapitálu, ktorý zo sebou nesie náklady.

Z hľadiska potreby vyčlenenia nepotrebného majetku sme vyčlenili len nadbytočnú časť finančných prostriedkov, ktoré podnik drží na účtoch. Pri zohľadnení odporúčanej výšky bežnej likvidity, ktorá je stanovená na 20 % a špecifik podniku, bola požadovaná bežná likvidita určená vo výške 25%.

Na účte dlhodobého finančného majetku firma disponuje s podielmi, ktoré úzko súvisia s jej podnikateľskou činnosťou, a z toho dôvodu bola výška týchto podielov ponechaná v majetku a definovaná ako prevádzkovo-potrebný kapitál.

Firma nedisponuje s iným prevádzkovo nepotrebným majetkom.

V nasledujúcej tabuľke bola vypočítaná požadovaná a nepotrebná výška peňažných prostriedkov pri požadovaní 25% podielu krátkodobých peňažných prostriedkov na krátkodobých záväzkoch.

Tab. 36 Výpočet prevádzkovo nutných finančných prostriedkov v tis. Kč (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Peňažné prostriedky	142 994	70 376	58 737	69 612	105 951	63 758
Krátkodobé záväzky	202 380	153 718	222 302	183 910	188 146	239 763
Bežná likvidita	0,71	0,46	0,26	0,38	0,56	0,27
Požadovaná likvidita	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Prevádzkovo-nutné PP	50 595	38 430	55 576	45 978	47 037	59 941
Prevádzkovo-nepotrebné PP	92 399	31 947	3 162	23 635	58 915	3 817

6.8.1 Prevádzkovo – nutný investovaný kapitál

Následne bol vyčíslený prevádzkovo – nutný investovaný kapitál, kde sa brala hodnota celkového dlhodobého majetku na prevádzkovo nutnej úrovni a taktiež prevádzkovo nutný pracovný kapitál, kde šlo len o úpravu prevádzkovo-nepotrebných peňažných prostriedkov vyčíslených vyššie a o odčítanie cudzích zdrojov, ktoré nenesú náklad.

Tab. 37 Výpočet prevádzkovo-nutného investovaného kapitálu v tis. Kč (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dlhodobý majetok - prevádzkovo nutný	1 331 633	1 286 466	1 368 183	1 272 039	1 231 602	1 389 877
DNM	10 242	12 671	14 644	18 335	18 288	12 495
DHM	1 277 934	1 240 383	1 316 553	1 213 682	1 167 810	1 324 855
DFM	43 457	33 412	36 986	40 022	45 504	52 527
Pracovný kapitál - prevádzkovo nutný	756 791	848 926	1 050 801	1 089 935	1 051 135	970 107
Zásoby	713 093	770 781	888 192	989 772	916 204	888 340
Dlhodobé pohľadávky	0	0	30	30	60	1 344
Krátkodobé pohľadávky	182 416	178 618	331 239	258 651	312 954	324 679
Krátkodobý finančný majetok	50 595	38 430	55 576	45 978	47 037	59 941
Časové rozlíšenie	35 928	31 932	18 237	16 834	20 872	10 547
Krátkodobé záväzky	202 380	153 718	222 302	183 910	188 146	239 763
Časové rozlíšenie	22 861	17 117	20 171	37 420	57 846	74 981
Investovaný prevádzkovo - nutný kapitál	2 088 424	2 135 392	2 418 984	2 361 974	2 282 737	2 359 984

6.8.2 Korigovaný výsledok hospodárenia

K stanovenému investovanému prevádzkovo-nutnému kapitálu sa viaže korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia, ktorý bol upravený o položky neviažúce sa k hlavnej prevádzkovej činnosti podniku, alebo ktoré nadobudli len jednorazový charakter.

Prevádzkový výsledok hospodárenia bol upravený o tržby a zostatkové ceny predaného materiálu a dlhodobého majetku.

Tab. 38 Výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia v tis. Kč (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prevádzkový výsledok hospodárenia	144 566	32 508	76 761	25 474	46 255	123 457
Tržby z predaja DM a materiálu	49 425	30 703	21 650	19 814	25 614	22 342
Zostatková cena predaného DM a materiálu	42 274	19 593	10 901	8 130	13 920	10 255
Korigovaný výsledok hospodárenia	137 415	21 398	66 012	13 790	34 561	111 370
Odpisy DNM a DHM	110 992	137 091	141 127	159 823	142 286	140 429
Korigovaný výsledok hospodárenia pred odpismi	248 407	158 489	207 139	173 613	176 847	251 799

Ku korigovanému výsledku hospodárenia boli spätne prirátané odpisy, ktoré sa vo finančnom pláne budú predpovedať separátne na základe plánu investícií.

V rámci týchto kapitol sme si vymedzili majetok, kapitál a výsledok hospodárenia, ktorý úzko súvisí s prevádzkovou činnosťou podniku, a ktoré tak predstavujú generátor hodnôt vybranej spoločnosti. V nasledujúcej časti pôjde o ich prognózu.

Vývoj týchto parametrov je závislý od vývoja jednotlivých položiek, ktoré ich ako celok tvoria. Preto ich hodnota v budúcnosti bude závisieť od prognózy jednotlivých zložiek, či už investovaného prevádzkovo-nutného kapitálu alebo KPVH.

ZÁVER FINANČNEJ ANALÝZY

Finančná analýza ukázala, že podnik disponuje dlhodobým majetkom a obežnými aktívami približne v rovnakej hodnote. Na druhej strane pasíva, a teda vlastný kapitál a cudzie zdroje, nie sú ani zďaleka na rovnakej úrovni. Podnik financuje svoj majetok predovšetkým vlastnými zdrojmi, kde ide o konzervatívne financovanie. Čo sa následne odzrkadľuje aj na rentabilite vlastného kapitálu, ktorá je vo vybranej spoločnosti výrazne menšia než pri porovnaní s konkurenciou. Pozitívum je, že podnik má tak vytvorený priestor na výhodné financovanie podnikateľskej činnosti cudzími zdrojmi v budúcnosti.

Nižšia hodnota cudzích zdrojov spôsobuje, že spoločnosť disponuje niekoľkonásobne vyšším čistým pracovným kapitálom než sú krátkodobé cudzie zdroje. Takisto to má aj dopad na vysokú celkovú likviditu.

Zisk podniku niekoľkonásobne prevyšuje hodnotu platených úrokov, čo znamená, že úrokové krytie predstavuje hodnoty až nad stanovený požadovaný limit.

Z hľadiska tvorby peňažných tokov, spoločnosť vytvárala v sledovanom období kladné hodnoty CF v prevádzkovej činnosti a negatívne hodnoty CF v investičnej činnosti. Podnik sa v tomto období snažil investovať do strojového parku, aby si tak zabezpečil aktíva, ktoré by mali v budúcnosti generovať vyšší tok peňažných prostriedkov z prevádzkovej činnosti.

Završením finančnej analýzy bolo vytvorenie tzv. Z-skóre, na základe ktorého sa vybraná spoločnosť javí ako spoločnosť s vysokou pravdepodobnosťou prežitia. Podnik sa tak definuje ako finančne zdravý, čo znamená, že je schopný z finančnej stránky do budúcnosti tvoriť hodnotu, či už pre svojich vlastníkov, alebo veriteľov.

Pre účely oceňovania bola kapitola doplnená o výpočet prevádzkovo-nutného investovaného kapitálu a taktiež o výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia.

7 FINANČNÝ PLÁN VYBRANEJ SPOLOČNOSTI A GENERÁTORY HODNOTY

Základom pre vykonanie oceňovania vybranej spoločnosti metódou DCF, je vytvorenie finančného plánu, na základe čoho bude predpovedané generovanie cash flow, čo je základ pre určenie hodnoty podniku.

Pri finančnom pláne budú vytvorené predikcie od roku 2017, keďže sme nedisponovali ročnými auditovanými výkazmi viažucimi sa k tomuto roku. Pri zostavovaní plánu sa bude vychádzať z predikcií generátorov hodnoty, ktoré boli analyzované v predošlých kapitolách. V rámci výpočtu dani z príjmov právnických osôb sa vychádza zo sadzby 19%.

Finančný plán bude zahrňovať plánovanie výsledovky, súvahy a cash flow pre účely oceňovania.

7.1 Predikcia aktív a pasív

V rámci aktív bola predikcia stanovená na základe plánu investícií do DM a plán položiek pracovného kapitálu bol zostavený na základe náročnosti tržieb na hodnotu pracovného kapitálu (obraty a doby obraty zásob). Strana pasív, konkrétne položky vlastného kapitálu boli ponechané na pôvodnej hodnote, okrem položiek týkajúcich sa výsledku hospodárenia, kde šlo o kumulovanie výsledku hospodárenia minulých rokov. Krátkodobé záväzky boli stanovené tak isto ako položky pracovného kapitálu v aktívach a výška bankových úverov bola stanovená podľa potreby financovania podnikateľskej činnosti cudzím kapitálom (podnik spláca aj prijíma bankové úvery na financovanie svojej aktivity – vzhľadom na konzervatívne financovanie podnikateľskej činnosti, si to môže podnik dovoliť pri zachovaní svojej finančnej stability).

Položky časového rozlíšenia v aktívach aj pasívach boli ponechané na pôvodnej úrovni z roku 2016.

Tab. 39 Prognóza vývoja aktív vybranej spoločnosti v tis. Kč
(vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Aktíva celkom	2 406 064	2 338 173	2 664 618	2 606 938	2 587 643	2 678 545	2 888 579	2 997 463	2 987 888	3 069 972	3 319 752
Dlhodobý majetok	1 331 633	1 286 466	1 368 183	1 272 039	1 231 602	1 389 877	1 439 153	1 636 089	1 700 800	1 670 607	1 690 288
DNM	10 242	12 671	14 644	18 335	18 288	12 495	8 615	9 050	10 824	10 834	9 104
DHM	1 277 934	1 240 383	1 316 553	1 213 682	1 167 810	1 324 855	1 378 011	1 574 511	1 637 449	1 607 246	1 628 657
Pozemky	22 501	22 501	30 942	30 942	30 942	30 942	30 942	30 942	30 942	30 942	30 942
Stavby	795 683	776 983	795 591	774 975	756 055	735 896	704 398	672 900	641 402	609 904	578 406
Samostatne hn. veci a súb. hn. veci	409 535	374 259	435 220	372 730	335 267	398 954	642 671	870 669	965 105	966 400	1 019 309
DFM	43 457	33 412	36 986	40 022	45 504	52 527	52 527	52 527	52 527	52 527	52 527
Obežné aktíva	1 038 503	1 019 775	1 278 198	1 318 065	1 335 169	1 278 121	1 438 879	1 350 827	1 276 540	1 388 819	1 618 917
Zásoby	713 093	770 781	888 192	989 772	916 204	888 340	1 030 901	965 227	912 146	992 374	1 155 244
Materiál	195 939	200 826	232 845	327 127	288 084	307 954	340 277	318 599	301 078	327 560	381 321
Nedokončená výroba a polotovary	376 686	345 349	427 053	400 336	418 235	452 215	530 295	496 511	469 206	510 476	594 258
Výrobky	137 218	218 268	225 514	255 228	205 895	122 765	154 357	144 524	136 576	148 589	172 976
Tovar	1 257	192	124	49	44	20	20	20	20	20	20
Poskytnuté zálohy na zásoby	1 993	6 146	2 656	7 032	3 946	5 386	5 952	5 573	5 266	5 729	6 670
Dlhodobé pohľadávky	0	0	30	30	60	1 344	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohľadávky	182 416	178 618	331 239	258 651	312 954	324 679	344 305	322 371	304 642	331 437	385 835
Krátkodobý finančný majetok	142 994	70 376	58 737	69 612	105 951	63 758	63 672	63 229	59 752	65 007	77 839
Časové rozlíšenie	35 928	31 932	18 237	16 834	20 872	10 547	10 547	10 547	10 547	10 547	10 547

Tab. 40 Prognóza vývoja pasív vybranej spoločnosti v tis. Kč
(vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Pasíva celkom	2 406 064	2 338 173	2 664 618	2 606 938	2 587 643	2 678 545	2 888 579	2 997 463	2 987 888	3 069 972	3 319 752
VK	1 832 813	1 902 742	1 985 885	1 973 014	2 000 129	2 109 419	2 366 788	2 507 036	2 528 920	2 587 373	2 802 069
ZK	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337
Kapitálové fondy	580 218	583 218	587 569	590 605	596 087	603 110	603 110	603 110	603 110	603 110	603 110
Emisné ážio	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Ostatné kapitálové fondy	597 221	597 221	597 221	597 221	597 221	603 104	603 104	603 104	603 104	603 104	603 104
Oceňovacie rozdiely z precenenia	-17 009	-14 009	-6 622	-9 658	-1 140	5 883	5 883	5 883	5 883	5 883	5 883
Rezervný fond, nedeliteľný fond	40 763	47 714	51 060	54 000	54 204	55 286	55 286	55 286	55 286	55 286	55 286
Zákonný rezervný fond/nedeliteľný	38 763	45 714	49 060	52 000	52 204	53 286	53 286	53 286	53 286	53 286	53 286
Štatutárny a ostatné fondy	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
VH MO	83 483	215 545	279 127	334 980	338 868	359 419	461 686	713 172	853 420	875 304	933 757
VH BO	139 012	66 928	58 792	4 092	21 633	102 267	251 486	140 248	21 884	58 453	214 696
Cudzí zdroje	571 729	436 953	698 733	633 924	587 514	494 145	446 810	415 447	383 987	407 619	442 703
Rezervy	21 597	24 050	21 502	25 331	31 027	36 487	36 487	36 487	36 487	36 487	36 487
Dlhodobé záväzky	21 705	23 225	23 025	23 182	23 078	42 718	42 718	42 718	42 718	42 718	42 718
Krátkodobé záväzky	202 380	153 718	222 302	183 910	188 146	239 763	254 690	252 917	239 008	260 030	311 356
Bankové úvery a výpomoci	303 186	218 843	411 733	364 081	287 417	175 177	112 915	83 325	65 774	68 384	52 142
Časové rozlíšenie	22 861	17 117	20 171	37 420	57 846	74 981	74 981	74 981	74 981	74 981	74 981

7.1.1 Plán investícií

Plánové investície boli navrhnuté na základe investičnej náročnosti, ktorej výška bola zistená z minulých rokov. Vygenerované tržby v minulých rokov si vyžadovali podľa prepočtu investície vo výške 18,7 % z tržieb. Požadované investície na plánované obdobie 5 rokov boli tak stanovené v hodnote 93 549 tis. CZK. Na základe rozhovoru s manažmentom boli stanovené dodatočné „extra“ investície, ktoré podnik plánujú vyčerpať v priebehu nasledujúcich 5 rokov na obnovu technológií a to vo výške 22 525 tis. CZK do DNM a 1 200 000 tis. CZK do DHM.

Tab. 41 Plán investícií vybranej spoločnosti v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Investície 2011 - 2016	96 095
Prírastok tržieb 2011 - 2016	513 976
Investičná náročnosť	18,70%
Prírastok tržieb 2016 - 2017	500 361
Požadované investície	93 549
"Extra" investície	1 222 525
Investície celkom	1 316 075

Plánované investície v nasledujúcich piatich rokoch boli rozdelené do jednotlivých rokov na základe náročnosti tržieb na investíciách. Prognóza prevádzkovo potrebného dlhodobého majetku je v nasledujúcej tabuľke.

Tab. 42 Plán dlhodobého majetku v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Plán dlhodobého majetku		2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	Total
DNM							
Pôvodne	Odpis	9 327	3 168	0	0	0	
	Zostatková cena	3 168	0	0	0	0	
Nový	Investície netto	5 447	5 419	5 396	5 431	5 501	27 193
	obstarávacia hodnota k 31. 12.	5 447	10 866	16 262	21 692	27 193	
	odpisy 1/3 hodnoty		1 816	3 622	5 421	7 231	
	zostatková hodnota	5 447	9 050	10 824	10 834	9 104	
Celkom	odpisy	9 327	4 984	3 622	5 421	7 231	
	Zostatková cena	8 615	9 050	10 824	10 834	9 104	
Stavby							
Pôvodne	Odpis	31 498	31 498	31 498	31 498	31 498	
	Zostatková cena	704 398	672 900	641 402	609 904	578 406	
Nový	Investície netto	0	0	0	0	0	
	obstarávacia hodnota k 31. 12.						
	odpisy 1/3 hodnoty						
	Zostatková cena						
Celkom	odpisy	31 498	31 498	31 498	31 498	31 498	
	Zostatková cena	704 398	672 900	641 402	609 904	578 406	
Ostatné samostatne hnut. vecí a súboru hnutel. vecí							
Pôvodne	Odpis	92 470	92 470	92 470	92 470	92 470	
	Zostatková cena	496 489	404 019	311 550	219 080	126 610	
Nový	Investície netto	146 181	344 832	268 741	220 390	308 736	1 288 881
	obstarávacia hodnota k 31. 12.	146 181	491 014	759 755	980 145	1 288 881	
	odpisy 1/6 hodnoty		24 364	81 836	126 626	163 357	
	Zostatková hodnota	146 181	466 650	653 556	747 320	892 699	
Celkom	odpisy	92 470	116 833	174 305	219 096	255 827	
	Zostatková cena	642 671	870 669	965 105	966 400	1 019 309	
Total							1 316 075

Prognóza investícií – prevádzkovo potrebný DM

Predošlé tabuľky zobrazujú plánované investície, plánovanú výšku odpisov a plánovanú výšku prevádzkovo potrebného DM. Plánovanie bolo na úrovni DNM, stavieb a ostatných samostatne hnutelných vecí a súborov hnutelných vecí. Tento druh dlhodobého majetku

tvorí podstatu prostriedkov majetku potrebnú pre podnikateľskú činnosť. Nasledujúca tabuľka predstavuje súhrn relevantných informácií pre oceňovanie, týkajúcich sa plánovania dlhodobého majetku.

Tab. 43 Výpočet prognózy investícií a prevádzkovo potrebného DM v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Celkom	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Pozemky	30 942	30 942	30 942	30 942	30 942
Odpisy	133 295	153 315	209 425	256 014	294 556
Zostatková hodnota	1 355 684	1 552 620	1 617 331	1 587 138	1 606 819
Investície	151 629	350 251	274 137	225 820	314 238
Prevádzkovo nutný dlhodobý majeto	1 386 626	1 583 562	1 648 273	1 618 080	1 637 761

7.1.2 Plán pracovného kapitálu

Plán položiek pracovného kapitálu boli zostavené na základe ukazovateľov aktivít, ktoré mali v minulých rokoch. Išlo o dobu obratu zásob a pohľadávok, o podiel likvidity na krátkodobých záväzkoch a dobu obratu krátkodobých záväzkov. Doba obratu zásob sa v minulosti znižovala až na hodnotu 122, vďaka optimalizačným projektom, ktoré firma vytvorila za účelom optimálneho riadenia zásob. Z toho dôvodu sa predpokladá, že doba zásob si zo začiatku v budúcnosti zachová svoju hodnotu a neskôr sa opäť zníži. V prípade krátkodobých pohľadávok bol zvolený priemer dôb obratu za sledované obdobie. Pre krátkodobé záväzky boli zvolené doby obratu zhruba pohybujúce sa priemeru dôb v minulosti. Pre prevádzkovo nutnú likviditu sme ponechali požadovaný pomer, čo predstavuje 0,25.

Tab. 44 Analýza aktivity pracovného kapitálu (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Zásoby	121	143	154	175	151	122	122	122	120	118	118
Krátkodobé pohľadávky	31	33	57	46	52	45	45	45	45	45	45
Prevádzkovo nutná likvidita	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Krátkodobé záväzky	34	28	39	33	31	33	33	35	35	35	36

Na základe predchádzajúcej analýzy boli vypočítané hodnoty prevádzkovo nutného pracovného kapitálu.

*Tab. 45 Predikcia prevádzkovo nutného pracovného kapitálu
v tis. Kč (vlastné spracovanie)*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Zásoby	713 093	770 781	888 192	989 772	916 204	888 340	1 030 901	965 227	912 146	992 374	1 155 244
Krátkodobé pohľadávky	182 416	178 618	331 239	258 651	312 954	324 679	344 305	322 371	304 642	331 437	385 835
Krátkodobý finančný majetok	50 595	38 430	55 576	45 978	47 037	59 941	63 672	63 229	59 752	65 007	77 839
Časové rozlíšenie	35 928	31 932	18 237	16 834	20 872	10 547	10 547	10 547	10 547	10 547	10 547
Krátkodobé záväzky	202 380	153 718	222 302	183 910	188 146	239 763	254 690	252 917	239 008	260 030	311 356
Časové rozlíšenie	22 861	17 117	20 171	37 420	57 846	74 981	74 981	74 981	74 981	74 981	74 981
Pracovný kapitál - prevádzkovo nutný	756 791	848 926	1 050 771	1 089 905	1 051 075	968 763	1 119 755	1 033 477	973 099	1 064 355	1 243 127

7.1.3 Predikcia prevádzkovo nutného investovaného kapitálu

Po stanovení výšky investícií, určení hodnoty požadovaného dlhodobého majetku v plánovanom období a po plánovaní pracovného kapitálu-prevádzkovo nutného, bol vyčíslený prevádzkovo-nutný investovaný kapitál.

Tab. 46 Prevádzkovo-nutný investovaný kapitál (vlastné spracovanie)

Celkom	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Prevádzkovo nutný dlhodobý majetok	1 386 626	1 583 562	1 648 273	1 618 080	1 637 761
Pracovný kapitál - prevádzkovo nutný	1 030 434	949 845	880 407	948 653	1 108 440
Prevádzkovo nutný investovaný kapitál	2 417 060	2 533 406	2 528 681	2 566 733	2 746 201

7.2 Predikcia výsledovky

Plán výsledovky pozostáva z predikcií tržieb, ktoré sú podrobnejšie vysvetlené nižšie, z plánu nákladových položiek, ktorých výška sa prevažne určovala podľa podielu nákladov na tržbách – náročnosť, alebo podľa priemerného pohybu v minulých rokoch. Vo výsledovke sa vyskytujú položky, ktoré boli v minulých rokoch jednorazové, alebo taktiež neprevádzkového charakteru, kde v takýchto prípadoch sa predikcie hodnôt nerobili a ponechala sa nula.

Osobné náklady boli zostavené na základe predpokladaného zvyšovania počtu zamestnancov, dane a poplatky boli stanovené v rovnakej výške ako minulé roky – nepredpokladá sa navýšenie nákladov s nimi spojenými. Odpisy boli stanovené na základe investičného plánu.

Výška výnosových úrokov sa stanovila na základe priemernej hodnoty z minulých rokov – nepredpokladá sa výrazná zmena. Nákladové úroky boli stanovené na základe priemernej úrokovej sadzby, ktorú podnik platí za požičané zdroje a na základe priemernej ročnej výšky úverov. Ostatné finančné výnosy a náklady boli stanovené na hodnotu z roku 2016 – nepredpokladajú sa výrazné zmeny, a taktiež ide o ťažko plánovateľné položky.

Tab. 47 Plán výsledovky v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Plán výsledovky	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tržby za predaj tovaru	4 750	20	1 452	0	82	111	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na predaj tova	1 425	21	1 166	0	79	126	0	0	0	0	0
Obchodná marža	3 325	-1	286	0	3	-15	0	0	0	0	0
Výkony	2 142 469	1 974 008	2 104 825	2 058 843	2 215 901	2 656 445	2 817 022	2 637 560	2 492 509	2 711 741	3 156 806
Výkonová spotreba	1 065 519	998 294	1 069 364	1 024 855	1 032 216	1 296 840	1 391 091	1 292 659	1 199 395	1 274 752	1 459 032
Pridaná hodnota	1 080 275	975 713	1 035 747	1 033 968	1 183 688	1 359 590	1 425 932	1 344 901	1 293 114	1 436 989	1 697 773
Osobné náklady	794 753	787 019	794 067	824 457	869 618	930 637	973 198	1 010 515	1 049 262	1 089 496	1 131 272
Mzdové náklady	580 860	570 584	574 144	598 931	633 831	679 173	705 216	732 257	760 335	789 490	819 763
Náklady na SP a ZP	189 626	192 565	193 919	197 275	208 462	224 278	239 773	248 967	258 514	268 427	278 719
Sociálne náklady	24 267	23 870	26 004	28 251	27 325	27 186	28 209	29 290	30 413	31 580	32 791
Dane a poplatky	1 776	1 541	1 588	1 675	1 637	1 618	1 618	1 618	1 618	1 618	1 618
Odpisy DNM a DHM	110 992	137 091	141 127	159 823	142 286	140 429	133 295	153 315	209 425	256 014	294 556
Tržby z predaja DM a materiálu	49 425	30 703	21 650	19 814	25 614	22 342	0	0	0	0	0
Tržby z predaja DM	29 813	309	245	297	765	979	0	0	0	0	0
Tržby z predaja materiálu	19 612	30 394	21 405	19 517	24 849	21 363	0	0	0	0	0
Zostatková cena predaného DM a r	42 274	19 593	10 901	8 130	13 920	10 255	0	0	0	0	0
Zostatková cena predaného DM	29 638	276	60	0	278	0	0	0	0	0	0
Predaný materiál	12 636	19 317	10 841	8 130	13 642	10 255	0	0	0	0	0
Zmena stavu rezerv a opravných pc	32 947	41 804	27 594	50 315	143 304	141 968	0	0	0	0	0
Ostatné provozné výnosy	18 496	26 485	28 278	24 301	26 333	30 036	33 090	30 982	29 278	31 853	37 081
Ostatné provozné náklady	20 888	13 345	33 637	8 229	18 615	63 604	32 317	30 258	28 594	31 109	36 215
Provozný výsledok hospodárenia	144 566	32 508	76 761	25 474	46 255	123 457	318 594	180 177	33 492	90 605	271 193
Výnosové úroky	46	67	58	81	94	78	71	71	71	71	71
Nákladové úroky	8 285	8 445	6 593	5 988	5 104	3 341	3 407	2 321	1 763	1 469	1 425
Ostatné finančné výnosy	118 255	59 861	116 020	102 358	77 050	68 479	90 337	90 337	90 337	90 337	90 337
Ostatné finančné náklady	111 818	57 784	124 368	115 954	95 495	65 296	95 119	95 119	95 119	95 119	95 119
Finančný výsledok hospodárenia	-1 802	-6 301	-14 883	-19 503	-23 455	-80	-8 118	-7 032	-6 474	-6 180	-6 137
Daň z príjmu za bežnú činnosť	3 752	1 776	3 086	1 879	1 167	21 110	58 991	32 898	5 133	16 041	50 361
VH za bežnú činnosť	139 012	24 431	58 792	1 092	21 633	102 267	0	0	0	0	0
Mimoriadny VH	0	42 497	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VH za účtovné obdobie	139 012	66 928	58 792	4 092	21 633	102 267	251 486	140 248	21 884	68 384	214 696
VH pred zdanením	142 764	68 704	61 878	5 971	22 800	123 377	310 476	173 145	27 017	84 425	265 057

Medzi najrelevantnejšie položky výsledovky patria výnosy, ktorých predikcia bola stanovená na základe zistení v rámci strategickej analýzy. Predikcia tržieb bola zhotovená na základe lineárnej regresie, ktorá sa spomína už v strategickej analýze. V rámci regresnej analýzy, bol zostavený lineárny model, kde hodnota tržieb relevantného trhu bola vypočítaná na základe regresora HDP vybraných krajín (krajiny s rozšíreným opticko-mechanickým priemyslom). V rámci prognózy bolo nutné sa zamerať na dáta zo svetových trhov, keďže vybraná spoločnosť má pôsobnosť na celom svete. Pri zameraní sa len na informácie o českom trhu, by boli zistenia veľmi skreslené. Na základe regresnej analýzy boli vytvorené prognózy tržieb relevantného trhu, z ktorých sa vypočítala hodnota tržieb vybraného podniku na základe predikcií trhového podielu, čo bolo rozoberané taktiež v kapitolách strategickej analýzy (Príloha PIII).

7.2.1 Predikcia tržieb

Tab. 48 Zostavenie plánu tržieb (vlastné spracovanie)

Predikcia tržieb	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tržby relevantného trhu (v tis. EUR)	14 213 361	10 547 405	12 088 532	19 742 301	19 269 313	19 719 620	20 347 386	22 511 888	25 737 820	26 747 267	25 835 636	24 222 632	26 353 170	30 678 383
Podiel vybranej spoločnosti na trhu	0,40%	0,41%	0,56%	0,44%	0,41%	0,41%	0,37%	0,36%	0,38%	0,40%	0,41%	0,42%	0,42%	0,42%
Tržby vybranej spoločnosti (v tis. EUR)	56 193	43 488	67 756	87 142	78 511	81 036	74 777	81 219	98 267	106 989	105 926	101 735	110 683	128 849
Priemerný kurz v roku	24,94	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03	26,33	24,90	24,50	24,50	24,50
Tržby vybranej spoločnosti (v tis. CZK)	1 401 565	1 150 047	1 713 561	2 142 469	1 974 008	2 104 825	2 058 843	2 215 901	2 656 445	2 817 022	2 637 560	2 492 509	2 711 741	3 156 806

Po plánovaní tržieb nasleduje plán nákladových položiek. Nasledujúce tabuľky stanovujú hodnotu nákladov v najbližších piatich rokoch.

7.2.2 Predikcia položiek KPVH zdola

Tab. 49 Plán vývoja počtu zamestnancov pre plánovanie osobných nákladov (vlastné spracovanie)

Vývoj počtu zamestnancov	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Pocet zamestnancov	2 512	2 452	2 471	2 383	2 358	2 417	2 453	2 490	2 515	2 540	2 560
Rast zamestnancov	3,54%	-2,39%	0,77%	-3,56%	-1,05%	2,50%	1,50%	1,50%	1,00%	1,00%	0,80%

Tab. 50 Plán vývoja osobných nákladov v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Osobné náklady	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Osobné náklady	794 753	787 019	794 067	824 457	869 618	930 637	973 198	1 010 515	1 049 262	1 089 496	1 131 272
Mzdové náklady	580 860	570 584	574 144	598 931	633 831	679 173	705 216	732 257	760 335	789 490	819 763
Náklady na SP a ZP	189 626	192 565	193 919	197 275	208 462	224 278	239 773	248 967	258 514	268 427	278 719
Sociálne náklady	24 267	23 870	26 004	28 251	27 325	27 186	28 209	29 290	30 413	31 580	32 791

Výška **osobných nákladov** bola zhotovená na základe predikcie počtu zamestnancov v podniku. Kde sa na základe strategickej analýzy predpokladá navýšenie počtu zamestnancov v nasledujúcich rokoch, no v menšom tempe.

Tab. 51 Plán vývoja KPVH v tis. Kč (vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Výkony	2 142 469	1 974 008	2 104 825	2 058 843	2 215 901	2 656 445	2 817 022	2 637 560	2 492 509	2 711 741	3 156 806
Výkonová spotreba	1 065 519	998 294	1 069 364	1 024 855	1 032 216	1 296 840	1 391 091	1 292 659	1 199 395	1 274 752	1 459 032
Osobné náklady	794 753	787 019	794 067	824 457	869 618	930 637	973 198	1 010 515	1 049 262	1 089 496	1 131 272
Dane a poplatky	1 776	1 541	1 588	1 675	1 637	1 618	1 618	1 618	1 618	1 618	1 618
Ostatné provozné výnosy	18 496	26 485	28 278	24 301	26 333	30 036	33 090	30 982	29 278	31 853	37 081
Ostatné provozné náklady	53 835	55 149	61 231	58 544	161 919	205 572	32 317	30 258	28 594	31 109	36 215
Korigovaný výsledok hospodárenia pred odp	245 082	158 490	206 853	173 613	176 844	251 814	451 889	333 492	242 917	346 619	565 749

Podiely položiek na tržbách	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Podiel na tržbách											
Výkonová spotreba	49,73%	50,57%	50,81%	49,78%	46,58%	48,82%	49,38%	49,01%	48,12%	47,01%	46,22%
Osobné náklady	37,10%	39,87%	37,73%	40,04%	39,24%	35,03%	36,17%	36,74%	37,13%	37,50%	37,56%
Dane a poplatky	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,07%	0,06%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Ostatné provozné náklady	2,51%	2,79%	2,91%	2,84%	7,31%	7,74%	7,94%	8,10%	8,10%	8,10%	8,10%
Zisková marža	11,44%	8,03%	9,83%	8,43%	7,98%	9,48%	16,04%	12,64%	9,75%	12,78%	17,92%

Výška týchto nákladov bola vypočítaná na základe náročnosti výkonov na spotrebu jednotlivých nákladov. Napr. **výkonová spotreba** (spotreba materiálu + služieb), bola určená na základe pomeru výkonovej spotreby z minulých rokov na tržbách. Táto výkonová náročnosť bola pomerne stabilná a pohybovala sa zhruba okolo 50%. V rámci prognózy bol stanovený predpoklad menšieho zníženia podielu výkonovej spotreby na výkonoch, z dôvodu predpokladu implementovania optimalizácií riadenia nákladov.

Dane a iné poplatky boli ponechané približne na úrovni minuloročných hodnôt.

Ostatné prevádzkové náklady sa v najbližších rokoch budú mierne zvyšovať v dôsledku prognózy vyšších tržieb, ktoré by mohli vyvolať vyššie prevádzkové náklady.

7.2.3 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

*Tab. 52 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
v tis. Kč (vlastné spracovanie)*

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Prevádzkový výsledok hospodárenia	141 241	32 509	76 475	25 474	46 252	123 472	318 594	180 177	33 492	90 605	271 193
Tržby z predaja DM a materiálu	49 425	30 703	21 650	19 814	25 614	22 342	0	0	0	0	0
Zostatková cena predaného DM a materiálu	42 274	19 593	10 901	8 130	13 920	10 255	0	0	0	0	0
Korigovaný výsledok hospodárenia	134 090	21 399	65 726	13 790	34 558	111 385	318 594	318 594	318 594	318 594	318 594
Odpisy DNM a DHM	110 992	137 091	141 127	159 823	142 286	140 429	133 295	153 315	209 425	256 014	294 556
Korigovaný výsledok hospodárenia pred odpismi	245 082	158 490	206 853	173 613	176 844	251 814	451 889	471 910	528 020	574 609	613 150

Po stanovení korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia nasleduje určenie voľného peňažného toku v nasledujúcej kapitole, kde pôjde aj o stanovenie diskontnej miery pre diskontovanie peňažných tokov na súčasnú hodnotu.

8 OCENENIE PODNIKU

Ocenenie podniku v tejto práci bude vykonané metódou DCF . Je to jedna z najpoužívanějších metód oceňovania. Z predpokladaných budúcich FCF podniku, diskontujeme FCF na súčasnú hodnotu, v rámci ktorej zistíme hodnotu na úrovni voľných peňažných tokov, ktoré by mali plynúť z podnikania pre vlastníkov a taktiež pre veriteľov. Následne po zistení tejto hodnoty, odpočítame hodnotu cudzieho kapitálu ku dňu ocenenia a pričítame hodnotu prevádzkovo nepotrebného majetku, pričom tak získame netto hodnotu, čiže hodnotu vlastného kapitálu.

8.1 Investovaný kapitál – prevádzkovo nutný

Pri oceňovaní podniku musíme vychádzať z prevádzkovo nutného investovaného kapitálu. Ten nám určí kapitál explicitne viažuci sa k podnikateľskej činnosti podniku, ktorý oceňujeme. Ako už bolo v predošlých kapitolách stanovené, hodnota prevádzkovo nutného kapitálu bola zhotovená ako súčet prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a prevádzkovo upraveného pracovného kapitálu. Pri ich zostavení bol odstránený len prebytočný krátkodobý finančný majetok, ktorý bol definovaný ako prevádzkovo nepotrebný majetok. Ostatné aktíva boli považované vzhľadom na svoj charakter a povahu, za majetok prevádzkovo nutný.

*Tab. 53 Prevádzkovo – potrebný investovaný kapitál v tis. Kč
(vlastné spracovanie)*

Celkom	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Prevádzkovo nutný dlhodobý majetok	1 386 626	1 583 562	1 648 273	1 618 080	1 637 761
Pracovný kapitál - prevádzkovo nutný	1 030 434	949 845	880 407	948 653	1 108 440
Prevádzkovo nutný investovaný kapitál	2 417 060	2 533 406	2 528 681	2 566 733	2 746 201

8.2 Voľný peňažný tok

Druhá veličina, ktorá tvorí základ výpočtu je voľný peňažný tok, a teda voľné cash flow, od ktorého sa bude vyvíjať hodnota podniku.

Tab. 54 Výpočet FCFF v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Free cash flow to the firm	2017	2018	2019	2020	2021
KPVH po odpisoch	318 665	180 248	33 563	90 676	271 264
sadzba dane	19%	19%	19%	19%	19%
KPVH po dani	258 119	146 001	27 186	73 447	219 724
investície netto	196 451	110 657	4 334	-61 062	-198 454
FCFF	61 668	35 343	22 852	134 509	418 178

Na základe tabuľky môžeme vidieť, že podnik v rámci sledovaného obdobia generuje kladné hodnoty peňažných tokov, čo je z pohľadu oceňovania pre podnik hodnototvorné. Znamená to, že podnik svojou činnosťou dokáže generovať voľné peňažné prostriedky, a teda vytvára hodnotu pre svojich investorov, a taktiež veriteľov.

8.3 Priemerné vážené náklady na kapitál (WACC)

Pre určenie diskontnej miery boli určené priemerné vážené náklady na kapitál WACC, kde jednotlivé zložky boli stanovené nasledovne:

8.3.1 Náklady na cudzí kapitál

Náklady na cudzí kapitál boli určené na základe úrokovej miery stanovenej pre úvery poskytnuté vybranej spoločnosti. Táto úroková sadzba je stanovená na úrovni PRIBOR-u a úrokových marží, čo v priemere na základe predikcií PRIBOR-u predstavuje priemerne 2,365 %. Keďže sme ale do investovaného kapitálu, nesúceho náklad zahrnuli aj dlhodobé záväzky, sadzba pre cudzí kapitál sa znižuje približne na hodnotu 1,7% (1,37% pri aplikovaní daňového štítu).

Tab. 55 Určenie nákladov na cudzí kapitál (vlastné spracovanie)

Náklady na cudzí kapitál	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Podiel úrokov na úročený kapitál	2,19%	1,84%	1,63%	1,32%	1,50%
Úroková sadzba * (1-sadzba dane)	1,77%	1,49%	1,32%	1,07%	1,22%

8.3.2 Náklady na vlastný kapitál

Pre výpočet nákladov na vlastný kapitál bol zvolený model CAPM. V rámci tohto modelu bolo potrebné zistiť nasledujúce parametre:

$$N_{vk} = r_f + \beta * RPT + RPZ + \text{ostatné prirážky}$$

N_{vk} - náklady na vlastný kapitál

r_f - bezriziková úroková miera

β - beta koeficient

RPT – riziková prémie trhu

RPZ – riziková prémie zlyhania krajiny

Tab. 56 Určenie CAPM – nákladov na vlastný kapitál
(vlastné spracovanie)

CAPM - náklady vlastného kapitálu	
rf - bezriziková výnosnosť štátnych dlhopisov USA (10-ročné)	2,80%
Beta nezadĺžená	0,9
Riziková prémie trhu (kapitálový trh USA)	4,28
Riziková prémie krajiny (Česká republika)	1,87%
Rating ČR	A1
Riziko zlyhania krajiny	0,81%
Odhad pomeru rizikovej prémie u akcií oproti dlhopisom	2,8
Rozdiel o infláciu	-0,40%

Bezriziková úroková miera (r_f) – bola zvolená na základe štátnych desaťročných amerických dlhopisov, vzhľadom na dostupnosť dát a predpokladu, že tieto dlhopisy môžeme zaradiť do bezrizikových úrokových mier. Bezriziková úroková miera bola podľa Bloombergu určená na 2,8%.

Koeficient beta bol určený metódou analógie, kde sa vychádzalo z určenia nezadĺzenej β . Následne sa nezadĺžený koeficient upravil o pomer zadĺženia spoločnosti. Pri zostavení β sa vychádzalo z nezadĺženého koeficientu pre vybraný sektor (polovodičové vybavenie), ktorý úzko súvisí s výrobou optických komponentov. Koeficient bol prevzatý z dostupných dát na webovej stránke Damodarana. Keďže by mohlo dôjsť k nepresnostiam pri zvolení β na základe vybraného priemyslu, bolo potrebné sa uistiť stanovením tohto koeficientu aj iným postupom. Ako druhý krok bol zvolený postup zisťovania β pre jednotlivé podniky pôsobiace v rovnakom odvetví. Na základe verejne dostupných trhových informácií ohľadom určenia β pre jednotlivé podniky, a taktiež na základe koeficientu pre zvolený priemysel (semiconductor equipment) bola hodnota β stanovená na úrovni 0,9.

Riziková prémie trhu bola stanovená z výnosnosti kapitálového trhu USA. Pri stanovení sa vychádzalo z priemernej výnosnosti (geometrický priemer z rokov 1928-2016), kde výsledná hodnota rizikovej prémie kapitálového trhu zverejnenej na stránkach Mařika je 4,28%.

Vzhľadom na to, že pri určovaní nákladov na kapitál sa pre väčšiu presnosť a taktiež kvôli dostupnosti dát používali informácie viažuce sa k americkému kapitálovému trhu, je nutné modifikovať dané hodnoty o hodnoty, ktoré budú brať do úvahy aj aspekty českého trhu, ktoré budú reflektovať riziká tejto krajiny.

V tomto prípade je potrebné prirátat' ešte dodatočnú rizikovú prémii. Tá vychádza z rizikového zlyhania krajiny, ktoré je na úrovni 0,81% podľa ratingu Českej republiky (A1), zverejneného na stránkach Damodarana. Následne sa riziková prémia krajiny násobí 2,8-násobkom rizika za volatilitu trhu, ktorú aktuálne uvádza Mařík na svojich stránkach. Na záver výpočtu prémie za riziko krajiny je prirátaný rozdiel z dlhodobej prognózy inflácie medzi infláciou v ČR a USA, čo predstavuje rozdiel o 0,4%.

Pre stanovenie výsledných nákladov na vlastný kapitál je potrebné poznať kapitálovú štruktúru podniku, ktorá by mala byť určená podľa tržného ocenenia. Keďže nepoznáme tržnú hodnotu vlastného kapitálu, výpočet a teda stanovenie kapitálovej štruktúry bude postupne upravované pomocou iterácií počas výpočtu oceňovania podniku, kde výpočet bude vychádzať z účtovnej hodnoty vlastného kapitálu.

8.4 Oceňovanie pomocou DCF

Ako už hovorí samotný názov, pre oceňovanie pomocou DCF je potrebné stanoviť budúce peňažné toky plynúce z podnikania. V našom prípade sa jedná o FCFF – „free cash flow to the firm“, čo v preklade znamená peňažné toky pre firmu. V prvom kroku bolo potrebné stanoviť hodnotu podniku na základe peňažných tokov plynúcich nie len pre investorov, ale taktiež aj pre veriteľov. Nasledujúca tabuľka ukazuje výpočet tohto FCFF, kde bolo nutné upraviť korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia o položky nákladov, ktoré neboli výdajmi a naopak. V našom prípade sa jednalo len o odpisy. KPVIH bolo ďalej nutné opraviť o hodnotu netto investícií, ktoré buď budú vo forme výdajov, alebo príjmov (v prípade predaja investičného majetku).

8.4.1 Stanovenie výšky FCFF

Tab. 57 Stanovenie FCFF v tis. Kč (vlastné spracovanie)

Free Cash-flow						
	2017	2018	2019	2020	2021	2. fáze
KPVH pred daňou po odpisoch	318 665	180 248	33 563	90 676	271 264	
sadzba dane	19%	19%	19%	19%	19%	
KPVH po dani	258 119	146 001	27 186	73 447	219 724	
investície netto	196 451	110 657	4 334	-61 062	-198 454	
Odpisy	133 295	153 315	209 425	256 014	294 556	
Investície brutto	329 746	263 972	213 759	194 952	96 102	
FCFF	61 668	35 343	22 852	134 509	418 178	450 252

Keďže pre stanovenie hodnoty majetku sme si zvolili dvojfázovú metódu, bolo nutné stanoviť pokračujúcu hodnotu budúcich peňažných tokov. Určenie hodnoty druhej fáze bolo vykonané pomocou Gordonovho modelu.

Tab. 58 Stanovenie druhej fáze – pokračujúca hodnota v tis.

Kč (vlastné spracovanie)

Stanovenie druhej fáze	
Tempo rastu trhu	7,67%
Netto investície	15,50%
Rentabilita investícií netto	49,48%
FCFF 2021	418 178
FCFF pre 2. fázu	450 252

Počas strategickej analýzy bolo zistené tempo rastu relevantného trhu, ktoré bolo na úrovni 7,67%. Úrovne tempa rastu vybranej spoločnosti sa pohybovali zhruba na podobnej úrovni ako trh, preto pre určenie pokračujúcej hodnoty a stanovenie FCFF pre 2. fázu predpokladáme, že tempo rastu FCFF bude na úrovni tempa rastu relevantného trhu.

8.4.2 Stanovenie nákladov na kapitál WACC

Výsledné úrovne WACC pre jednotlivé roky boli vyrátané pomocou iterácie, keďže táto zložka vo svojom výpočte potrebovala zaradiť aj štruktúru kapitálu, ktorá by bez iterácií bola stanovená len na základe účtovnej hodnoty, čo by v konečnom dôsledku skreslilo výpočty oceňovaného podniku.

Nasledujúca tabuľka už súhrnne zobrazuje náklady na kapitál a taktiež štruktúru kapitálu v tržných hodnotách. Je vidieť, že štruktúra kapitálu sa v jednotlivých rokoch menila, aj keď nie výrazne, no bolo potrebné tento fakt brať do úvahy aj pri zostavení nákladov na kapitál a teda pri zostavení WACC.

WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2. fáza
level of Debt	2,16%	1,58%	1,23%	1,13%	0,88%	0,81%
level of Equity	97,84%	98,42%	98,77%	98,87%	99,12%	99,19%
D/E	2,21%	1,61%	1,25%	1,14%	0,89%	0,82%
Costs of debt AT	1,77%	1,49%	1,32%	1,07%	1,22%	1,37%
costs of equity (levered)	11,57%	11,59%	11,60%	11,61%	11,61%	11,62%
i_k (WACC)	11,36%	11,43%	11,48%	11,49%	11,52%	11,53%

8.4.3 Záverečné ocenenie vybranej spoločnosti

Následne po zistení všetkých vstupných informácií potrebných na ocenenie podniku, bol vykonaný výpočet vedúci k hodnote podniku. Predikcia budúcich, očakávaných FCFF bola diskontovaná na súčasnú hodnotu po stanovení diskontnej sadzby (WACC).

Výpočet bol vykonaný zozadu, a teda diskontovanie prebiehalo od 2. fázy, kde sa predikcie FCFF diskontovali postupne na súčasnú hodnotu (postup bol zvolený kvôli aplikovaniu interačného postupu, pri výpočte kapitálovej štruktúry podľa tržných cien).

Pokračujúca hodnota podľa Gordonovho modelu:

Tab. 59 Gordonov model – pokračujúca hodnota v tis. Kč
(vlastné spracovanie)

Pokračujúca hodnota	
FCFF 2021	418 178
Stabilné tempo rastu trhu	7,67%
FCFF pre 2. fázu	450 252
Diskontná úroková miera	11,53%
PH - Gordonov model	11 652 860

Tab. 60 Výsledné stanovenie hodnoty podniku v tis. Kč
(vlastné prepočty)

Záverečné ocenenie podniku

	2017	2018	2019	2020	2021	2. fáza
FCFF	61 668	35 343	22 852	134 509	418 178	450 252
Value brutto 1.1.	7 205 540	7 962 639	8 837 681	9 829 148	10 823 792	11 652 858
Debt	155 633	126 043	108 492	111 102	94 860	94 860
Value netto 1.1.	7 049 907	7 836 596	8 729 189	9 718 046	10 728 932	11 557 998
Výsledný podíl CK/K	2,16%	1,58%	1,23%	1,13%	0,88%	0,81%

Výsledná hodnota podniku, viažúca sa čisto len ku CF plynúceho z prevádzkovo nutného kapitálu, bola vypočítaná v hodnote: 7 205 540 tis. CZK.

Tab. 61 Brutto a netto hodnota podniku v tis. Kč (vlastné prepočty)

Výsledné stanovenie hodnoty podniku	
DCF entity	7 205 540
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	155 633
DCF equity z prevádzkovo nutného kapitálu	7 049 907
Hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku	3 817
Hodnota vlastného kapitálu	7 053 724

Hodnota podniku k 31. 12. 2016 bola stanovená na 7 209 375 tis. CZK. Po odčítaní hodnoty úročeného cudzieho kapitálu k dátumu ocenenia, je hodnota vlastného kapitálu (netto) 7 053 724 tis. CZK.

Hodnota brutto aj netto sa výrazne od seba nelíšia, čo je spôsobené hlavne nízkou úrovňou cudzieho kapitálu, ktorým podnik disponuje.

Na základe výsledkov oceňovania môžeme povedať, že sa jedná o perspektívny podnik. Nie je to len na základe výslednej hodnoty ocenenia, ale takisto aj na základe predpokladov, ktoré sa ukázali v rámci strategickej analýzy.

ZÁVER

Cieľom mojej práce bolo vypracovať ocenenie vybranej spoločnosti, ktoré by sa malo približovať k reálnej hodnote spoločnosti, s využitím metódy diskontovaných peňažných tokov.

Prvá časť diplomovej práce bola zameraná na teoretickú rešerš v rámci ktorej bolo potrebné nazhromaždiť informácie viažuce sa k problematike oceňovania. V teoretickej časti šlo o vymedzenie základných metód oceňovania používaných v praxi. V rámci jednotlivých metód boli spomenuté ich hlavné výhody a nevýhody použitia. Teoretická časť sa takisto zaoberala stanovením postupu oceňovania, ktorý následne tvoril základný vodiaci prvok pre aplikovanie oceňovania v praktickej časti.

Druhá časť diplomovej práce bola zameraná už na samotnú praktickú časť, kde väčšia časť bola venovaná dôkladným analýzám na zistenie predpokladov podniku. Výsledky analýz tak vytvorili základ pre určenie základných prvkov vedúcich k stanoveniu hodnoty podniku. Strategická analýza tak ukázala, že vybraná spoločnosť sa javí ako podnik s dobrou perspektívou, čo je základný predpoklad, že spoločnosť je schopná tvoriť hodnoty a prinášať tak voľné peňažné prostriedky pre svojich investorov, ale aj veriteľov. Strategická analýza bola zameraná hlavne na vyhodnotenie vnútorného, ale aj vonkajšieho potenciálu podniku s prihliadnutím na rôzne faktory, ako je napr. konkurencieschopnosť, prispôsobovanie sa trhu, technologická stránka podniku a pod..

Ďalšou časťou analýz bola finančná analýza, kde sa hodnotilo finančné zdravie podniku. Na základe výsledkov finančnej analýzy, podnik nemá problém napr. so zadlžovaním, alebo likviditou, priam naopak. Podnik sa javí ako príliš konzervatívny vo finančnej oblasti, k čomu nasvedčuje nízka hodnota cudzieho kapitálu vzhľadom na celkovú hodnotu kapitálu. Podnik sa tak síce nezadlžuje, ale brzdí sa v rentabilite vlastného kapitálu. V budúcnosti by tak podnik mohol prijať viac cudzieho kapitálu, čím by sa tak zlepšil vo viacerých ukazovateľov a hlavne v znížení nákladov na kapitál, keďže náklady na vlastný kapitál sú do určitej miery vo všeobecnosti drahšie.

Následne po zhodnotení situácie podniku bolo potrebné určiť plán generátorov hodnôt na stanovené obdobie 5 rokov. Tento plán sa odvíjal predovšetkým od určenia hodnoty tržieb, ktoré by podnik mal generovať v sledovanom období. Predikcia tržieb bola určená na základe lineárnej regresie s použitím HDP v bežných cenách, kde sme predpokladali štatisticky významnú závislosť medzi vývojom HDP určitých krajín a vývojom tržieb relevantného trhu, z čoho sa následne odvodili tržby vybranej spoločnosti. Keďže vybraná spoločnosť

spadá do odvetvie, ktorého výkonnosť úzko súvisí s výkonom ekonomík, výber HDP ako regresora bolo považované za logické.

Po plánovaní generátorov hodnôt bol vypočítaný voľný peňažný tok pre firmu, ktorý bol následne diskontovaný na súčasnú hodnotu, pričom diskontná sadzba bola určená s prihliadnutím špecifik danej spoločnosti.

Súčasná hodnota podniku (DCF Entity) k 1. 1. 2017 bola stanovená na 7 209 375 tis. CZK, čo po odčítaní úročených cudzích zdrojov predstavovalo hodnotu 7 053 724 tis. CZK.

Vzhľadom na výslednú kladnú hodnotu podniku a potenciál, ktorý bol potvrdený počas strategickej a finančnej analýzy, hodnotím podnik kladne, avšak je dôležité, obzvlášť pre tento druh podnikania, aby vybraná spoločnosť neustále sledovali trendy vo svojom obore, pretože sa jedná o odvetvie, kde si firma nemôže dovoliť „zaspať“ a je potrebné aby neustále stimulovala faktory, ktoré tvoria hodnotu podniku, aby z kladnej hodnoty nebola záporná.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY

ALLMAN, Keith A., c2010. *Corporate valuation modeling: a step-by-step guide*. Hoboken, N.J.: John Wiley. Wiley finance series. ISBN 978-0-470-48179-0.

DAMODARAN, Aswath., 2015. *Applied corporate finance*. Fourth edition. Hoboken, New Jersey: Wiley. ISBN 978-1-118-80893-1.

DAMODARAN, Aswath., c2012. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. Hoboken, N.J.: Wiley. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-01152-2.

DAMODARAN, Aswath., c2011. *The little book \$ of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken, N.J. ISBN 978-1-118-00477-7.

DAMODARAN, Aswath., c2006. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. Hoboken, N.J. ISBN 978-0471751212.

DAMODARAN, Aswath, 2005. *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of The Theory and Evidence*. New York. ISBN 978-1-60198-014-4.

HITCHNER, James R., c2011. *Financial valuation: applications and models*. 3rd ed. with Website. Hoboken, N.J.: Wiley. ISBN 978-0-470-50687-5.

KALOUDA, František, 2017. *Finanční analýza a řízení podniku*. 3. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk. ISBN 978-80-7380-646-0.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.

KOLLER, Tim., Marc H. GOEDHART a David. WESSELS, 2015. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Sixth edition. Hoboken, New Jersey: Wiley. ISBN 978-111-8873-700.

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

MAŘÍK, Miloš, 2007. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, Miloš, 1998. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress. ISBN 80-861-1909-2.

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

RŮČKOVÁ, Petra, 2015. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení. ISBN 978-802-4755-342.

SAMONAS, Michael., 2015. *Financial forecasting, analysis, and modelling: a framework for long-term forecasting*. Chichester, West Sussex, United Kingdom: Wiley. ISBN 978-1-118-92108-1.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-717-9367-1.

SCHMIDLIN, Nicolas, 2014. *The art of company valuation and financial statement analysis: a value investor's guide with real-life case studies*. Chichester: Wiley, xiv, 250. Wiley finance series. ISBN 978-1-118-84309-3.

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

ZIMA, Petr, 2016. *Oceňování podniků v právní praxi*. V Praze: C.H. Beck. Právní praxe. ISBN 978-807-4006-234.

Elektronické zdroje

Business Valuation: the Three Approaches, 2018. *ValuAdder* [online]. Haleo Corporation [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <https://www.valuadder.com/valuationguide/business-valuation-three-approaches.html>

Celková likvidita a pracovní kapitál, 2018. *FAP* [online]. [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <http://www.fap.sk/Likvidita/Celkova-likvidita-a%20pracovny-kapital.htm>

Comparable Companies Analysis, 2018. *Macabacus* [online]. macabacus [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <http://macabacus.com/valuation/comparable-companies>

Comparable Company Analysis, 2013. *StreetofWalls* [online]. Street of Walls [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/investment-banking-technical-training/comparable-company-analysis/>

Daň z příjmů, 2018. *BusinessInfo.cz* [online]. Czech Trade [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/dan-z-prijmu-90889.html#b1,%20vlastn%C3%A9%20spracovanie>

Czech Republic - Unemployment rate, 2018. *Knoema* [online]. Knoema [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <https://knoema.com/search?query=czech%20republic%20unemployment>

Ekonomická přidaná hodnota (EVA - Economic Value Added) [online], 2016. Management Mania`s Series of Management [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <https://managementmania.com/cs/ekonomicka-pridana-hodnota>

Grafy kurzů měn, které vydává ČNB: EUR / CZK, 2018. *Kurzycz* [online]. Kurzy.cz, spol. [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/grafy/nr/CZK-EUR/od-6.2.2012/>

Inflation forecast, 2018. *OECD* [online]. Organisation for Economic Co-operation and Development [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/price/inflation-forecast.htm#indicator-chart>)

International Statistics and Market Data, 2018. *Statista* [online]. [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <https://www.statista.com/markets/422/international/>

Introduction To Discounted Cash Flow Valuation, 2018. *Investopedia* [online]. Investopedia [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/walkthrough/corporate-finance/3/discounted-cash-flow/introduction.aspx>

IVS 104: BASES OF VALUE, 2016. 1 King Street, LONDON, United Kingdom: International Valuation Standards Council.

Market capitalisation: the value of a company, 2018. *TRADIMO* [online]. Tradimo Interactive ApS [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <https://learn.tradimo.com/lessons/1073>

MIŠTEK, Ivan, 2004. Mikroekonomická analýza: Určenie vnútornej hodnoty akcií. In: *Hospodárske noviny* [online]. [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <https://hnporadna.hnonline.sk/poradensky-servis/79588-mikroekonomicka-analyza-urcenie-vnutornej-hodnoty-akcii>

Macroeconomic Forecast, 2018. *Ministry of Finance of the Czech Republic* [online]. Praha: Ministry of Finance of the Czech Republic [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/en/statistics/macroeconomic-forecast/2017/macroeconomic-forecast-january-2017-27443>

OUBRECHT, Jiří, 2013. *Oceňování podniku I: Studijní opora pro kurz Oceňování podniku v rámci projektu Inovace profesního vzdělávání ve vazbě na potřeby Jihočeského regionu* [online]. České Budějovice [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf. Studijní opora pro kurz.

Rozhodnutí bankovní rady ČNB: Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání, 2017. *ČNB* [online]. Česká národní banka [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2017/170202_prohlaseni.html

Statistické informace: vybraný okres, 2018. *Odhadonline.cz - Znalecký ústav* [online]. [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <https://www.odhadonline.cz/odhad-statistika-kriminalita-nezaměstnanost-prumerna-mzda-nemoci-znalecky-posudek-odhadce-znalec-obec-prerov-okr-prerov/#obyvatel>

STERLY, Roman, 2011. Ocenění společnosti analýzou výnosů - DCF. *RomanSterly.com*[online]. [cit. 2018-04-16]. Dostupné z: <http://www.romansterly.com/oceneni-spolecnosti-analyzou-vynosu-dcf/>

VALENTOVÁ WORSCHOVÁ, Kateřina, 2018. Metody oceňování. *Oceňování podniku, jejich částí a podílu* [online]. Kladno [cit. 2018-04-13]. Dostupné z: <http://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani%20>

Valuation Formulas: Multiplier or Market Valuation, 2014. *Canadaone* [online]. CanadaOne [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: http://www.canadaone.com/tools/buy_a_biz/section2d.html

World Economic Outlook Database, 2018. *International Monetary Fund* [online]. International Monetary Fund [cit. 2018-04-15]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weo-rept.aspx?pr.x=44&pr.y=0&sy=2008&ey=2022&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=163%2C123&s=NGDPD&grp=1&a=1>

Write a business plan: step-by-step: Financial forecasts for your business plan, 2018. *Nibusiness info.co.uk* [online]. [cit. 2018-04-16]. Dostupné z: <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/financial-forecasts-your-business-plan>

ZDRUŽENIE PODNIKATEĽOV SLOVENSKA, 2008. Financovania a plánovanie podnikania. *Podnikajte* [online]. Bratislava [cit. 2018-04-14]. Dostupné z: <https://www.podnikajte.sk/financie/c/280/category/finacne-riadenie/article/metody-financnej-analyzy.xhtml>

Ostatné zdroje

Interné zdroje vybranej spoločnosti

Výročné správy vybranej spoločnosti

Bloomberg Terminal

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

CAPM	Capital asset pricing model
CF	Cash flow
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČRA	Časové rozlíšenie aktív
ČRP	Časové rozlíšenie pasív
DCF	Diskontované cash flow
DFM	Dlhodobý finančný majetok
DHM	Dlhodobý hmotný majetok
DM	Dlhodobý majetok
DNM	Dlhodobý nehmotný majetok
FCFE	Free cash flow to equity
FCFF	Free cash flow to the firm
KPVH	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
Kr. CZ	Krátkodobé cudzie zdroje
Nck	Náklady na cudzí kapitál
Nvk	Náklady na vlastný kapitál
PK	Pracovný kapitál
PP	Peňažné prostriedky
rf	Risk free rate
ROA	Return on assets
ROE	Return on equity
ROS	Return on sales
RPT	Riziková prémie trhu

RPZ Riziková prémie zlyhania krajiny

VK Vlastný kapitál

WACC Weight average cost capital

DM Dlhodobý majetok

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1 Rozklad EVA (Ekonomická přidaná hodnota: EVA - Economic Value Added, 2016)</i>	24
<i>Obr. 2 Čistý pracovní kapitál (Združenie podnikateľov Slovenska, 2008)</i>	34
<i>Obr. 3 Vývoj kurzu EUR/CZK (Grafy kurzů měn, které vydáva ČNB: EUR / CZK, 2018)</i>	49
<i>Obr. 4 Vývoj rastu HDP (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)</i>	51
<i>Obr. 5 Vývoj rastu HDP sveta (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)</i> ...	51
<i>Obr. 6 Vývoj inflácie (vlastné spracovanie, zdroj: International Statistics and Market Data, 2018; Inflation forecast, 2018)</i>	52
<i>Obr. 7 Vývoj nezamestnanosti (vlastné spracovanie, zdroj: Macroeconomic Forecast, 2018; Czech Republic - Unemployment rate, 2018)</i>	53
<i>Obr. 8 Vývoj počtu obyvateľov v regióne vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie, zdroj: Statistické informácie: vybraný okres, 2018)</i>	55
<i>Obr. 9 Diverzifikácia portfólia podniku z hľadiska produktov a zákazníkov (vlastné spracovanie)</i>	57
<i>Obr. 10 Vývoj relevantného trhu – HDP v mil.EUR a tržby v tis. EUR (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)</i>	59
<i>Obr. 11 Vývoj podielu spoločnosti na trhu (vlastné spracovanie)</i>	63
<i>Obr. 12 Portfólio zákazníkov (vlastné spracovanie, zdroj: interné zdroje podniku)</i> ..	66
<i>Obr. 13 Portfólio produktov (vlastné spracovanie, zdroj: interné zdroje podniku)</i> ...	67
<i>Obr. 14 Dodávateľia vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie, zdroj: interné zdroje spoločnosti)</i>	68
<i>Obr. 15 SWOT analýza (vlastné spracovanie)</i>	70
<i>Obr. 16 Vývoj aktív v jednotlivých rokoch v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	80
<i>Obr. 17 Vývoj pasív v jednotlivých rokoch v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	81
<i>Obr. 18 Vývoj položiek zisku a strát v jednotlivých rokoch v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	82
<i>Obr. 19 Vertikálna analýza aktív (vlastné spracovanie)</i>	84
<i>Obr. 20 Vertikálna analýza aktív (vlastné spracovanie)</i>	85
<i>Obr. 21 Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)</i>	87
<i>Obr. 22 Porovnanie ukazovateľov s konkurenciou a priemyslom (vlastné spracovanie)</i>	90

Obr. 23 Zobrazenie Altmanovho indexu spoľahlivosti (vlastné spracovanie).....91

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1 Identifikačné údaje spoločnosti (výročná správa podniku)</i>	46
<i>Tab. 2 Spoločníci a ich podiely (výročná správa podniku)</i>	46
<i>Tab. 3 Sadzby dane (Daň z príjmov, 2018)</i>	49
<i>Tab. 4 Rast HDP (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)</i>	51
<i>Tab. 5 Rast HDP sveta (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminál)</i>	52
<i>Tab. 6 Inflácia v jednotlivých rokoch (vlastné spracovanie, zdroj: International Statistics and Market Data, 2018; Inflation forecast, 2018)</i>	53
<i>Tab. 7 Úroveň nezamestnanosti v jednotlivých rokoch (vlastné spracovanie, zdroj: Macroeconomic Forecast, 2018; Czech Republic - Unemployment rate, 2018)</i>	54
<i>Tab. 8 Počet obyvateľov v regióne (vlastné spracovanie, zdroj: Statistické informace: vybraný okres, 2018)</i>	55
<i>Tab. 9 Veľkosť relevantného trhu (vlastné spracovanie, zdroj: Bloomberg Terminal)</i>	58
<i>Tab. 10 Analýza atraktivity trhu (vlastné spracovanie)</i>	59
<i>Tab. 11 Prognóza vývoja trhu (vlastné spracovanie, zdroje: World Economic Outlook Database, 2018; Bloomberg Terminal)</i>	62
<i>Tab. 12 Tržný podiel vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)</i>	62
<i>Tab. 13 Prognóza tržného podielu vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)</i>	62
<i>Tab. 14 Predikcia tržieb vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)</i>	64
<i>Tab. 15 Rast tržieb relevantného trhu a vybranej spoločnosti (vlastné spracovanie)</i>	64
<i>Tab. 16 Rast tržieb relevantného trhu a vybranej spoločnosti – predikcia (vlastné spracovanie)</i>	64
<i>Tab. 17 SWOT analýza (vlastné spracovanie)</i>	69
<i>Tab. 18 Hodnotenie managementu podniku (vlastné spracovanie)</i>	72
<i>Tab. 19 Hodnotenie personálu podniku (vlastné spracovanie)</i>	72
<i>Tab. 20 Hodnotenie inovácií podniku (vlastné spracovanie)</i>	73
<i>Tab. 21 Hodnotenie dlhodobého majetku a investícií (vlastné spracovanie)</i>	74
<i>Tab. 22 Celkové hodnotenie vnútorného potenciálu podniku (vlastné spracovanie)</i> .	74
<i>Tab. 23 Predikcia tržného podielu spoločnosti (vlastné spracovanie)</i>	76
<i>Tab. 24 Horizontálna analýza aktív (vlastné spracovanie)</i>	79
<i>Tab. 25 Horizontálna analýza pasív</i>	81

<i>Tab. 26 Horizontálna analýza výkazu zisku a strát v relatívnom vyjadrení (vlastné spracovanie)</i>	83
<i>Tab. 27 Vertikálna analýza aktív (vlastné spracovanie)</i>	84
<i>Tab. 28 Vertikálna analýza pasív (vlastné spracovanie)</i>	85
<i>Tab. 29 Analýza peňažných tokov v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	86
<i>Tab. 30 Čistý pracovný kapitál v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	86
<i>Tab. 31 Ukazovatele rentability (vlastné spracovanie)</i>	87
<i>Tab. 32 Ukazovatele zadlženosti (vlastné spracovanie)</i>	88
<i>Tab. 33 Ukazovatele likvidity (vlastné spracovanie)</i>	88
<i>Tab. 34 Ukazovatele aktivity (vlastné spracovanie)</i>	89
<i>Tab. 35 Porovnanie ukazovateľov s konkurenciou a priemyslom (vlastné spracovanie)</i>	89
<i>Tab. 36 Výpočet prevádzkovo nutných finančných prostriedkov v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	92
<i>Tab. 37 Výpočet prevádzkovo-nutného investovaného kapitálu v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	92
<i>Tab. 38 Výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	93
<i>Tab. 39 Prognóza vývoja aktív vybranej spoločnosti v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	96
<i>Tab. 40 Prognóza vývoja pasív vybranej spoločnosti v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	96
<i>Tab. 41 Plán investícií vybranej spoločnosti v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	97
<i>Tab. 42 Plán dlhodobého majetku v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	97
<i>Tab. 43 Výpočet prognózy investícií a prevádzkovo potrebného DM v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	98
<i>Tab. 44 Analýza aktivity pracovného kapitálu (vlastné spracovanie)</i>	98
<i>Tab. 45 Predikcia prevádzkovo nutného pracovného kapitálu v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	99
<i>Tab. 46 Prevádzkovo-nutný investovaný kapitál (vlastné spracovanie)</i>	99
<i>Tab. 47 Plán výsledovky v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	100
<i>Tab. 48 Zostavenie plánu tržieb (vlastné spracovanie)</i>	100
<i>Tab. 49 Plán vývoja počtu zamestnancov pre plánovanie osobných nákladov (vlastné spracovanie)</i>	101

<i>Tab. 50 Plán vývoja osobných nákladov v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	101
<i>Tab. 51 Plán vývoja KPVH v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	101
<i>Tab. 52 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	102
<i>Tab. 53 Prevádzkovo – potrebný investovaný kapitál v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	103
<i>Tab. 54 Výpočet FCFF v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	103
<i>Tab. 55 Určenie nákladov na cudzí kapitál (vlastné spracovanie)</i>	104
<i>Tab. 56 Určenie CAPM – nákladov na vlastný kapitál (vlastné spracovanie)</i>	105
<i>Tab. 57 Stanovenie FCFF v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	106
<i>Tab. 58 Stanovenie druhej fáze – pokračujúca hodnota v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i>	107
<i>Tab. 59 Gordonov model – pokračujúca hodnota v tis. Kč (vlastné spracovanie)</i> ..	108
<i>Tab. 60 Výsledné stanovenie hodnoty podniku v tis. Kč (vlastné prepočty)</i>	108
<i>Tab. 61 Brutto a netto hodnota podniku v tis. Kč (vlastné prepočty)</i>	108

ZOZNAM PRÍLOH

- PI Aktíva vybranej spoločnosti
- PII Pasíva vybranej spoločnosti
- PIII Výkaz zisku a strát
- PIV Tržby firiem v jednotlivých rokoch
- PV Určenie regresora
- PVI Regresná a korelačná analýza

PRÍLOHA PI: AKTÍVA VYBRANEJ SPOLOČNOSTI

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Aktíva celkom	2 406 064	2 338 173	2 664 618	2 606 938	2 587 643	2 678 545
Dlhodobý majetok	1 331 633	1 286 466	1 368 183	1 272 039	1 231 602	1 389 877
DNM	10 242	12 671	14 644	18 335	18 288	12 495
Software	3 298	12 209	7 444	9 111	16 480	12 137
Ocenené práva	563	462	360	258	155	55
Iný DNM			0	29	58	17
Nedokončený DNM	6 381	0	6 840	8 937	1 595	286
DHM	1 277 934	1 240 383	1 316 553	1 213 682	1 167 810	1 324 855
Pozemky	22 501	22 501	30 942	30 942	30 942	30 942
Stavby	795 683	776 983	795 591	774 975	756 055	735 896
Samostatne hnutelné veci a súb. Hnut. Vecí	409 535	374 259	435 220	372 730	335 267	398 954
Iný DHM	596	596	596	596	596	596
Nedokončený DHM	26 335	4 883	45 548	21 204	32 180	63 452
Poskytnuté zálohy na DHM	11 287	6 838	7	6 260	7 469	91 388
Oceňovacie rozdiely k nadobudnutému majetku	11 997	10 323	8 649	6 975	5 301	3 627
DFM	43 457	33 412	36 986	40 022	45 504	52 527
Podiely v ovládaných a riadených osobách	43 457	33 412	36 986	40 022	45 504	52 527
Obežné aktíva	1 038 503	1 019 775	1 278 198	1 318 065	1 335 169	1 278 121
Zásoby	713 093	770 781	888 192	989 772	916 204	888 340
Materiál	195 939	200 826	232 845	327 127	288 084	307 954
Nedokončená výroba a polotovary	376 686	345 349	427 053	400 336	418 235	452 215
Výrobky	137 218	218 268	225 514	255 228	205 895	122 765
Tovar	1 257	192	124	49	44	20
Poskytnuté zálohy na zásoby	1 993	6 146	2 656	7 032	3 946	5 386
Dlhodobé pohľadávky	0	0	30	30	60	1 344
Iné pohľadávky	0	0	30	30	60	1 344
Krátkodobé pohľadávky	182 416	178 618	331 239	258 651	312 954	324 679
Pohľadávky z obchodných vzťahov	172 178	166 224	222 722	245 662	295 157	295 866
Pohľadávky - ovládajúca a riadiaca osoba	0	0	6 000	6 018	6 000	0
Štát - daňové pohľadávky	8 388	9 857	97 875	4 143	2 428	9 303
Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 353	2 180	1 863	2 295	2 300	1 013
Dohadné účty aktívne	9	0	2 052	39	1 368	1 733
Iné pohľadávky	488	357	727	494	5 701	16 764
Krátkodobý finančný majetok	142 994	70 376	58 737	69 612	105 951	63 758
Peniaze	334	465	465	687	383	313
Bankové účty	142 660	69 911	5 272	68 925	105 568	63 445
Časové rozlíšenie	35 928	31 932	18 237	16 834	20 872	10 547
Náklady budúcich období	10 516	10 719	9 016	10 378	16 789	9 913
Komplexné náklady BO	24 818	16 946	9 194	4 399	919	0
Príjmy BO	594	4 267	27	2 057	3 164	634

PRÍLOHA PII: PASÍVA VYBRANEJ SPOLOČNOSTI

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pasíva celkom	2 406 064	2 338 173	2 664 618	2 606 938	2 587 643	2 678 545
VK	1 832 813	1 902 742	1 985 885	1 973 014	2 000 129	2 109 419
ZK	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337
Kapitálové fondy	580 218	583 218	587 569	590 605	596 087	603 110
Emisné ážio	6	6	6	6	6	6
Ostatné kapitálové fondy	597 221	597 221	597 221	597 221	597 221	603 104
Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzku	-17 009	-14 009	-6 622	-9 658	-1 140	5 883
Rezervný fond, nedeliteľný fond a ostatné fondy	40 763	47 714	51 060	54 000	54 204	55 286
Zákonný rezervný fond/nedeliteľný fond	38 763	45 714	49 060	52 000	52 204	53 286
Štatutárny a ostatné fondy	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
VH MO	83 483	215 545	279 127	334 980	338 868	359 419
VH BO	139 012	66 928	58 792	4 092	21 633	102 267
Cudzie zdroje	571 729	436 953	698 733	633 924	587 514	494 145
Rezervy	21 597	24 050	21 502	25 331	31 027	36 487
Rezerva na daň z príjmu	0	931	45	24	0	0
Ostatné rezervy	21 597	23 119	21 457	25 307	31 027	36 487
Dlhodobé záväzky	21 705	23 225	23 025	23 182	23 078	42 718
Záväzky z obchodných vzťahov	0	1 514	0	0	0	0
Odložený daňový záväzok	21 705	21 711	23 025	23 182	23 078	42 718
Krátkodobé záväzky	202 380	153 718	222 302	183 910	188 146	239 763
Záväzky z obchodných vzťahov	77 549	72 433	119 730	83 212	98 946	139 383
Záväzky - ovládajúca a riadiaca osoba	13 822	0	0	0	0	0
Záväzky k zamestnancom	36 998	37 462	36 317	36 748	39 180	41 228
Záväzky SP a ZP	21 476	21 419	20 803	21 355	22 856	23 724
Štát - daňové záväzky a dotácie	6 445	4 801	4 358	4 558	5 270	5 792
Krátkodobé prijaté zálohy	12 208	5 528	1 520	467	501	540
Dohadné účty pasívne	15 995	6 408	5 939	1 461	2 657	1 400
Iné záväzky	17 887	5 667	33 635	36 109	18 736	27 696
Bankové úvery a výpomoci	303 186	218 843	411 733	364 081	287 417	175 177
Bankové úvery dlhodobé	171 886	135 791	239 551	179 058	171 301	122 145
Krátkodobé bankové úvery	131 300	83 052	172 182	185 023	116 116	53 032
Časové rozlíšenie	22 861	17 117	20 171	37 420	57 846	74 981
Výdaje budúcich období	22 861	17 085	20 171	37 405	57 830	74 970
Výnosy budúcich období	0	32	0	15	16	11

PRÍLOHA PIII: VÝKAZ ZISKOV A STRÁT

Výkaz ziskov a straty	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za predaj tovaru	4 750	20	1 452	0	82	111
Náklady vynaložené na predaj tovaru	1 425	21	1 166	0	79	126
Obchodná marža	3 325	-1	286	0	3	-15
Výkony	2 142 469	1 974 008	2 104 825	2 058 843	2 215 901	2 656 445
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	2 024 966	1 879 157	1 924 040	1 945 482	2 106 269	2 497 452
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti	73 193	44 955	109 872	36 641	34 479	63 426
Aktivácia	44 310	49 896	70 913	76 720	75 153	95 567
Výkonová spotreba	1 065 519	998 294	1 069 364	1 024 855	1 032 216	1 296 840
Spotreba materiálu a energie	886 655	810 336	868 845	851 765	849 065	1 087 334
Služby	178 864	187 958	200 519	173 090	183 151	209 506
Pridaná hodnota	1 080 275	975 713	1 035 747	1 033 968	1 183 688	1 359 590
Osobné náklady	794 753	787 019	794 067	824 457	869 618	930 637
Mzdové náklady	580 860	570 584	574 144	598 931	633 831	679 173
Náklady na SP a ZP	189 626	192 565	193 919	197 275	208 462	224 278
Sociálne náklady	24 267	23 870	26 004	28 251	27 325	27 186
Dane a poplatky	1 776	1 541	1 588	1 675	1 637	1 618
Odpisy DNM a DHM	110 992	137 091	141 127	159 823	142 286	140 429
Tržby z predaja DM a materiálu	49 425	30 703	21 650	19 814	25 614	22 342
Tržby z predaja DM	29 813	309	245	297	765	979
Tržby z predaja materiálu	19 612	30 394	21 405	19 517	24 849	21 363
Zostatková cena predaného DM a materiálu	42 274	19 593	10 901	8 130	13 920	10 255
Zostatková cena predaného DM	29 638	276	60	0	278	0
Predaný materiál	12 636	19 317	10 841	8 130	13 642	10 255
Zmena stavu rezerv a opravných položiek v provoznej oblasti a komplexných nákladov budúcich období	32 947	41 804	27 594	50 315	143 304	141 968
Ostatné provozné výnosy	18 496	26 485	28 278	24 301	26 333	30 036
Ostatné provozné náklady	20 888	13 345	33 637	8 229	18 615	63 604
Provozný výsledok hospodárenia	144 566	32 508	76 761	25 474	46 255	123 457
Výnosové úroky	46	67	58	81	94	78
Nákladové úroky	8 285	8 445	6 593	5 988	5 104	3 341
Ostatné finančné výnosy	118 255	59 861	116 020	102 358	77 050	68 479
Ostatné finančné náklady	111 818	57 784	124 368	115 954	95 495	65 296
Finančný výsledok hospodárenia	-1 802	-6 301	-14 883	-19 503	-23 455	-80
Daň z príjmu za bežnú činnosť	3 752	1 776	3 086	1 879	1 167	21 110
splatná	1 679	1 770	1 771	1 722	1 271	1 470
odložená	2 073	6	1 315	157	-104	19 640
VH za bežnú činnosť	139 012	24 431	58 792	1 092	21 633	102 267
Mimoriadny VH	0	42 497	0	0	0	0
VH za účtovné obdobie	139 012	66 928	58 792	4 092	21 633	102 267
VH pred zdanením	142 764	68 704	61 878	5 971	22 800	123 377

PRÍLOHA PIV: TRŽBY FIRIEM V JEDNOTLIVÝCH ROKOCH

Tržby firiem pôsobiacich v rovnakom priemysle ako vybraná spoločnosť. Boli vybrané najvýznamnejšie firmy sveta zaoberajúce sa optickou mechanikou. Súčet ich tržieb bol určený na zostavenie veľkosti relevantného trhu.

Tržby firiem v jednotlivých rokoch (v EUR)

	podiel	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tržby celkom
LARGAN PRECISION	5,25%	229 100 109	249 810 416	378 392 009	489 694 590	614 936 800	840 452 432	1 403 460 282	1 711 633 323	1 356 370 385	7 273 850 346
LENS TECHNOLOG-A	9,57%	1 016 660 266	827 562 284	886 321 879	829 889 400	1 536 327 591	1 837 592 582	1 995 175 229	2 370 896 301	1 952 232 074	13 252 657 607
SUNNY OPTICAL	4,91%	174 386 875	180 236 013	250 219 224	343 929 289	548 305 037	800 024 392	1 159 643 132	1 472 055 891	1 872 277 177	6 801 077 029
WUHAN GUIDE IN-A	0,38%	52 986 305	48 719 875	51 885 291	42 251 417	40 875 150	48 995 129	54 775 453	86 980 116	103 787 607	531 256 343
HUBEI JIUZHUYA-A	0,21%	14 369 319	22 106 644	18 941 517	21 282 603	26 603 254	34 613 132	41 948 638	53 151 457	60 631 567	293 648 131
SHANGHAI CONAN-A	0,41%	19 818 254	23 121 297	23 448 848	38 908 463	48 737 767	98 301 712	85 331 348	95 525 362	128 260 981	561 454 032
JENOPTIK AG	3,71%	548 000 000	441 000 000	478 800 000	543 300 000	585 000 000	600 300 000	590 200 000	668 600 000	685 000 000	5 140 200 000
CHANGCHUN UP-A	0,23%	16 238 307	24 982 011	27 628 573	29 165 864	36 457 330	40 654 947	53 495 524	47 439 946	43 803 495	319 865 998
CASTECH INC - A	0,16%	10 379 859	15 969 014	25 627 580	26 204 465	24 911 868	24 324 324	27 614 571	28 789 659	39 486 700	223 308 042
PHENIX OPTIC-A	0,88%	84 588 239	130 135 752	201 715 237	202 115 159	185 428 907	95 064 630	121 386 604	109 518 214	94 681 205	1 224 633 947
LIDA OPTICAL-A	0,49%	35 404 007	45 389 752	61 748 691	67 097 532	73 678 026	82 843 713	96 944 771	109 635 723	105 621 188	678 363 403
OB TELECOM ELE-A	0,13%	5 786 873	7 853 613	13 089 356	16 098 707	19 388 954	16 451 234	27 967 098	34 782 609	37 478 858	178 897 302
GENIUS ELEC	1,41%	28 522 627	33 608 294	139 549 478	309 919 324	349 195 379	293 865 572	317 425 278	277 168 853	197 223 245	1 946 478 249
ASIA OPTICAL	4,82%	981 012 916	1 397 118 517	759 725 127	743 947 305	633 226 819	550 079 227	542 542 636	559 454 010	503 196 806	6 670 303 363
GOOCH & HOUSEGO	0,43%	27 802 585	42 773 208	52 526 439	57 250 294	71 562 867	74 030 552	82 256 169	92 831 962	96 930 897	597 964 975
DARWIN PRECISION	6,19%	508 045 882	1 222 061 279	768 119 542	751 820 898	648 882 095	1 139 066 870	1 342 493 551	1 261 306 698	922 658 387	8 564 455 202
VISCOM AG	0,34%	50 000 000	21 000 000	40 000 000	55 560 000	52 140 000	49 820 000	62 250 000	69 390 000	77 000 000	477 160 000
KINKO OPTICAL	1,12%	218 845 960	234 216 413	161 301 427	188 414 773	208 941 260	166 050 092	130 818 062	128 060 772	112 328 069	1 548 976 829
YOUNG OPTICS	1,16%	214 854 114	171 656 581	229 222 655	215 374 935	207 715 798	161 148 245	153 489 107	136 639 006	115 446 049	1 605 546 490
CALIN TECH	0,24%	7 467 659	11 488 706	25 367 062	43 044 351	55 237 697	54 012 235	45 924 186	43 074 987	39 820 097	325 436 979
HANIL VACUUM CO	0,17%	18 831 451	28 971 462	24 823 462	39 048 142	34 864 413	34 864 413	10 523 055	21 677 609	15 583 654	229 187 660
NEXOPTIC TECHNOL	0,00%	17 084	26 283	22 520	25 303	-1 004 886	-403 400	-441 716	606 546	0	-1 152 267
HAESUNG OPTICS C	0,77%	35 706 070	45 398 690	53 839 052	60 493 317	52 511 560	140 664 261	151 277 770	236 019 876	286 806 136	1 062 716 732
ABILITY OPTO-ELE	0,21%	16 877 967	25 966 103	22 248 396	24 998 198	31 249 279	38 908 416	45 342 092	38 295 686	41 138 260	285 024 398
ZYTRONIC PLC	0,14%	17 626 322	18 801 410	21 151 586	18 801 410	23 501 763	19 976 498	22 326 675	24 676 851	23 669 173	190 531 687
NEWMAX TECH	0,31%	32 714 369	50 329 799	47 915 345	53 837 466	37 479 148	101 712 104	48 279 154	28 300 986	31 059 260	431 627 631
KOLEN CO LTD	0,43%	27 766 898	54 221 836	52 599 521	42 630 789	72 513 750	107 733 340	69 443 384	74 412 398	92 013 192	593 335 109
DYNASIL CORP	0,23%	16 067 294	32 134 587	40 640 801	40 640 801	45 366 476	40 404 518	39 988 658	38 315 770	21 796 287	315 355 193
INRAD OPTICS INC	0,07%	15 122 159	10 396 484	10 396 484	12 454 043	10 778 319	10 619 536	9 192 382	9 916 356	4 897 140	93 772 902
LEVENGUK	0,03%	2 412 498	3 340 382	3 180 135	3 573 185	3 190 344	6 044 583	6 988 656	8 299 961	7 479 248	44 508 993
I25 SA	0,08%	9 336 800	11 671 000	10 000 000	14 060 000	14 320 000	13 730 000	14 030 000	13 800 000	14 000 000	114 947 800
BASO PRECISION	0,11%	13 372 394	17 144 095	17 281 744	19 417 689	17 337 223	15 388 738	16 160 779	16 847 038	16 847 038	149 796 738
POWERTIP IMAGE	24,74%	4 809 740 288	1 702 628 492	1 390 633 707	6 456 657 598	4 579 762 718	2 729 479 627	2 962 335 617	3 030 664 562	6 592 120 394	34 254 123 005
TECHTRAN POLYEN	0,00%	178 230	274 200	313 255	351 972	378 851	407 003	398 232	248 276	771 130	3 321 148
Vybraná spoločnosť	0,48%	56 192 968	43 488 259	67 756 465	87 141 429	78 511 236	81 035 844	74 777 285	81 219 111	98 266 748	668 389 744
Kowa	14,96%	1 274 388 304	886 378 667	1 780 500 000	2 354 100 000	2 693 600 000	3 078 900 000	2 680 400 000	3 133 300 000	2 827 400 000	20 708 966 971
Nikon	3,04%	363 637 975	375 538 800	343 900 000	508 400 000	516 100 000	507 200 000	482 300 000	522 100 000	583 200 000	4 202 376 775
Steiner	4,06%	572 077 131	533 032 500	468 600 000	504 500 000	631 500 000	644 300 000	651 000 000	794 220 000	823 634 000	5 622 863 631
Leica	2,09%	103 767 810	122 367 700	158 200 000	248 800 000	296 800 000	951 063 664	440 722 356	201 192 694	365 000 000	2 887 914 224
Zeiss	24,63%	2 583 256 450	1 434 484 224	2 980 900 000	4 237 100 000	4 163 000 000	4 189 900 000	4 287 200 000	4 880 839 000	5 347 804 000	34 104 483 674
Tržby celkom:	100%	14 213 360 617	10 547 404 641	12 088 532 411	19 742 301 111	19 269 312 791	19 719 620 365	20 347 386 019	22 511 887 609	25 737 820 450	138 439 805 563
Rast trhu celkom:			-25,79%	14,61%	63,31%	-2,40%	2,34%	3,18%	10,64%	14,33%	

(zdroj: Bloomberg Terminal)

PRÍLOHA PV: URČENIE REGRESORA

Pre stanovenie regresora, vzťahujúceho sa k určeniu predikcií tržieb relevantného trhu (vybrané firmy sveta z optického odvetvia) bola vybraná veličina HDP krajín s vyvinutým priemyslom zameraným na spotrebu optických produktov. HDP bol vybraný v bežných cenách, aby sme sa vyhli komplikáciám súvisiacich s infláciou, ktorá by musela byť braná do úvahy v prípade HDP stálych cien.

Vybrané krajiny a ich HDP:

Výkony ekonomík nasledujúcich krajín boli vybrané predovšetkým z toho dôvodu, že v týchto krajinách je značne rozvinutý priemysel, do ktorého patrí aj vybraná spoločnosť. Na základe regresnej analýzy bol zistený vzťah medzi HDP nasledujúcich krajín a vývojom relevantného trhu.

Euro area

Composed of 19 countries: Austria, Belgium, Cyprus, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Malta, Netherlands, Portugal, Slovak Republic, Slovenia, and Spain.

Other advanced economies (Advanced economies excluding G7 and euro area)

Composed of 16 countries: Australia, Czech Republic, Denmark, Hong Kong SAR, Iceland, Israel, Korea, Macao SAR, New Zealand, Norway, Puerto Rico, San Marino, Singapore, Sweden, Switzerland, and Taiwan Province of China.

United States

Vývoj HDP:

Rok	HDP in mil. EUR
2008	23 395 948
2009	23 312 060
2010	25 140 674
2011	25 743 410
2012	27 719 118
2013	27 656 186
2014	28 524 095
2015	32 615 201
2016	33 415 099
2017	34 422 501
2018	33 680 780
2019	32 368 410
2020	34 101 856
2021	37 620 931

(zdroj: International Monetary Fund)

PRÍLOHA PVI: REGRESNÁ A KORELAČNÁ ANALÝZA

Výber vysvetľujúcej premennej

Ako vysvetľujúca premenná bol zvolený HDP v bežných cenách, kde už následne nemusíme brať do úvahy vývoj inflácie a jej vplyv na tržby. HDP sa týka vybraných krajín (Príloha V), ktoré spadajú do skupiny vyspelých ekonomík, ktoré majú najväčší vplyv na vývoj tržieb optického priemyslu. Iné regresory, okrem HDP a času, sme nebrali z hľadiska dostupnosti informácií a taktiež vzájomnej korelácie s HDP do úvahy, pričom by mohlo dôjsť k znehodnoteniu predikčnej schopnosti modelu. Predikcia tržieb bude určená pre nami zvolený trh, čo určí veľkosť celkových tržieb významných spoločností na trhu.

1 jednoduchá regresia - regresor čas

Funkcia	Index determinácie
Lineárna	0,8179
Exponenciálna	0,7607
Logaritmicá	0,8179
Parabolická	0,8201

2 jednoduchá regresia - regresor HDP

Funkcia	Index determinácie
Lineárna	0,8049
Exponenciálna	0,7329
Logaritmicá	0,8202
Parabolická	0,8357

Pri predikcii tržieb trhu sa brali do úvahy dva faktory, respektíve regresory, na základe ktorých by daná predikcia mohla byť určená. Išlo o regresor HDP a čas. Pri analýze závislosti týchto regresorov na vývoj tržieb nami zvoleného relevantného trhu, sme zistili, že ide o pomerne silnú a pozitívnu závislosť, kde sa index determinácie pohyboval približne okolo hodnoty 0,8 v oboch prípadoch. Keďže považujem závislosť vývoja tržieb na HDP logickejšou, bolo HDP vybrané ako faktor určujúci budúci vývoj tržieb skúmaného trhu. Keďže sú k dispozícii dáta určujúce predikciu HDP, je tu možnosť na tomto faktore stavať predikciu tržieb. Informácie určujúce výšku HDP boli čerpané z predikcií Medzinárodného menového fondu, určené pre Eurozónu, pre vyspelé krajiny okrem G7, a USA. (trhy s najviac rozvinutým opticko-mechanickým priemyslom). Pri zostavovaní regresnej funkcie určenej na predikciu budúcich tržieb relevantného trhu bolo možné vybrať z troch druhov funkcií, ktorých index determinácie bol väčší ako 0,8. Išlo o lineárnu, logaritmicá alebo kvadratickú funkciu. V závislosti na analýze relatívnych odchýlok od trendu, ktoré je možné vidieť v tabuľke, bolo možné vybrať zo všetkých troch funkcií nakoľko nemali extrémne hodnoty relatívnych odchýlok. Vzhľadom na p-value, ktorá určuje relevantnosť daných parametrov určujúcich trend, bola p-value pod 0,05 pri lineárnej funkcii. Na základe zohľadnených parametrov a predpokladov modelu, sme pre zostavenie predikcií trhových tržieb vychádzali z lineárnej funkcie.

	Relatívne odchylky od trendu					Suma	Max	p-value
	2012	2013	2014	2015	2016			
Lineárna	4%	7%	4%	-9%	1%	7%	-9%	✓
Logaritmicá	3%	5%	3%	-9%	2%	4%	-9%	✗
Parabolická	-1%	2%	-1%	-7%	5%	-2%	-7%	✗

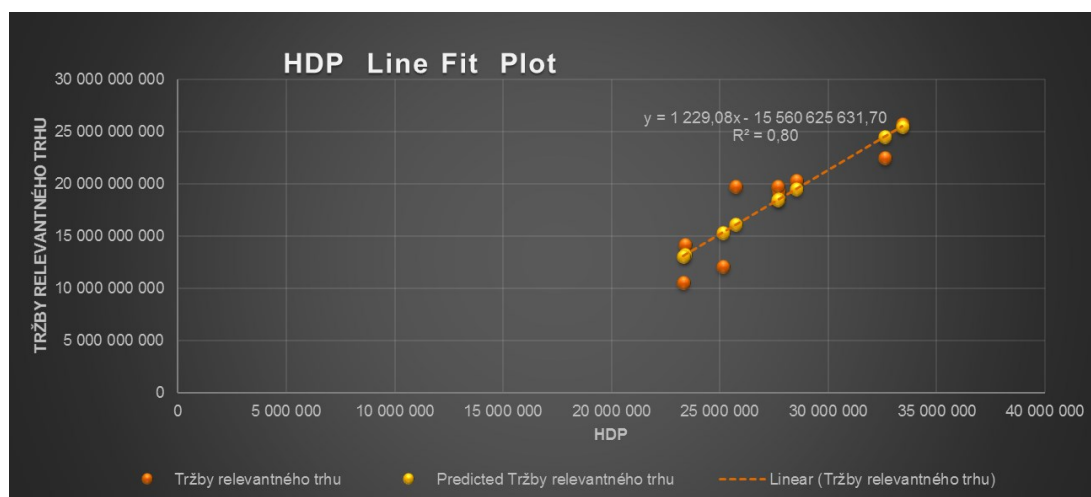
Sumár modelu

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,897160886
R Square	0,804897655
Adjusted R	0,777025892
Standard E	2347055911
Observatio	9

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regressor	1	1,59083E+20	1,59083E+20	28,87861	0,001037172
Residual	7	3,85607E+19	5,50867E+18		
Total	8	1,97643E+20			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-15560625632	6338628092	-2,454888567	0,043792	-30549099340	-572151923	-30549099340	-572151923,3
HDP	1229,076666	228,7130087	5,373881762	0,001037	688,2563392	1769,896993	688,2563392	1769,896993



Model vývoja tržieb relevantného trhu na základe HDP vybraných krajín

Predikcia tržieb vybranej spoločnosti

Predikcia tržieb vybranej spoločnosti bola určená na základe predikcie tržieb relevantného trhu (podniky v optickom priemysle) a prognóze vývoja podielu na trhu vybranej spoločnosti.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Tržby relevantného trhu (v tis. EUR)	14 213 361	10 547 405	12 088 532	19 742 301	19 269 313	19 719 620	20 347 386	22 511 888	25 737 820	26 747 267	25 835 636	24 222 632	26 353 170	30 678 383
Podiel vybranej spoločnosti na trhu	0,40%	0,41%	0,56%	0,44%	0,41%	0,41%	0,37%	0,36%	0,38%	0,40%	0,41%	0,42%	0,42%	0,42%
Tržby vybranej spoločnosti (v tis. EUR)	56 193	43 488	67 756	87 142	78 511	81 036	74 777	81 219	98 267	106 989	105 926	101 735	110 683	128 849
Priemerný kurz v roku	24,94	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97	27,53	27,28	27,03	26,33	24,90	24,50	24,50	24,50
Tržby vybranej spoločnosti (v tis. CZK)	1 401 565	1 150 047	1 713 561	2 142 469	1 974 008	2 104 825	2 058 843	2 215 901	2 656 445	2 817 022	2 637 560	2 492 509	2 711 741	3 156 806

Tabuľka: Predikcia tržieb vybranej spoločnosti