

Projekt stanovení hodnoty vybraného podniku s využitím výnosové metody DCF

Bc. Monika Zajíčková

Diplomová práce
2019



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2018/2019

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

Jméno a příjmení: **Bc. Monika Zajíčková**
Osobní číslo: **M160173**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku XY, s.r.o. s využitím výnosové metody DCF**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Na základě literární rešerše charakterizujte postup a metody stanovení hodnoty podniku se zaměřením na výnosové metody.

II. Praktická část

- Zpracujte analýzu vnějších a vnitřních faktorů, které ovlivňují hospodaření vybraného podniku.
- Na základě předchozí analýzy vypracujte finanční analýzu a finanční plán společnosti.
- Vypracujte projekt ocenění vybrané společnosti pomocí výnosové metody DCF.
- Analyzujte dosažené výsledky výnosového ocenění.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit. Hoboken, N.J.: John Wiley, c2011, 230 p. ISBN 978-1-118-00477-7.
JAKUBEC, Miroslav a Peter Kardoš. Riadenie hodnotyp podniku. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016, 281 s. ISBN 978-80-8168-460-9.
KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and managing the value of companies. 6th ed. Hoboken: Wiley, 2015, 825 p. ISBN 978-1-118-87370-0.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
ZIMA, Petr. Oceňování podniků v právní praxi. Praha: C. H. Beck, 2016, 272 s. ISBN 978-80-7400-623-4.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Adriana Knápková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: **14. prosince 2018**
Termín odevzdání diplomové práce: **16. dubna 2019**

Ve Zlíně dne 18. července 2018

L.S.

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 vyrovnaní 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, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

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 16.4.2018

Jméno a příjmení: Monika Tajčlová

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Diplomová práca je zameraná na stanovenie hodnoty vybraného podniku prostredníctvom výnosovej metódy diskontovaných peňažných tokov. Pre splnenie tohto cieľa boli vypracované rôzne analýzy a určenia generátorov hodnoty podniku. Tie vychádzajú z odborných publikácií, verejných zdrojov a predovšetkým z interných materiálov spoločnosti. V teoretickej časti je spracovaná literárna rešerš, ktorej podstatou je odborne vymedziť základné pojmy, prístupy k stanoveniu hodnoty a postup jednotlivých krokov k získaniu výslednej hodnoty podniku prostredníctvom výnosových metód oceňovania. V druhej časti práce sú prakticky aplikované poznatky z teoretickej časti. Úvodom tejto časti je predstavenie spoločnosti a spracovanie strategickkej a finančnej analýzy. Ďalej nasleduje samotný projekt stanovenia hodnoty ktorý zahŕňa strategický finančný plán, obsahujúci vymedzenie generátorov hodnoty, vyčíslenie prevádzkovo potrebných aktív a stanovenie nákladov na kapitál. Záver práce obsahuje už samotné ocenenie podniku prostredníctvom použitia zvolenej metódy.

Kľúčová slova: oceňovanie, hodnota podniku, strategická analýza, finančná analýza, diskontované peňažné toky, diskontná miera, náklady na kapitál.

ABSTRACT

The master's thesis is focused on the valuation of the selected company by using the Discounted Cash Flow model. To accomplish this goal, various analyzes and determinations of enterprise value generators have been developed. These are based on professional publications, public resources and on the company's internal materials. In the theoretical part, literature reasearch is processed, whose essence is to professionally define the basic concepts and approaches to the determination of value. Subsequently, the procedure of individual steps is determined to obtain the final value of the company through the methods of valuation. In the second part of the thesis, there is practically applied knowledge from the theoretical part. The beginning of this section is the introduction of the company and the processing of strategic and financial analysis. This is followed by a valuation project that includes a strategic financial plan containing the definition of value generators, quantifying operationally needed assets, and determining the costs of capital. The conclusion of the thesis contains the evaluation of the company itself by using the chosen.

Keywords: valuation, value of the company, strategic analysis, financial analysis, Discounted Cash Flow, discounted rate, cost of capital

Týmto by som sa chcela poďakovať Doc. Ing. Adrianě Knápkové, Ph. D. a Ing. Jurajovi Zelkovi, za odborné vedenie a rady pri spracovávaní diplomovej práce. Tiež by som sa chcela poďakovať vlastníkom vybranej spoločnosti za veľkú ochotu, čas a cenné informácie, bez ktorých by realizácia tejto práce nebola možná. Vďaka patrí aj môjmu manželovi a rodine za ich podporu a trpezlivosť.

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRE STANOVENIE HODNOTY PODNIKU	13
1.1 DEFINÍCIA PODNIKU	13
1.2 DÔVODY OCEŇOVANIA PODNIKU.....	14
1.3 DEFINÍCIA A PODSTATA OCEŇOVANIA	15
1.4 CENA PODNIKU.....	15
1.5 HODNOTA PODNIKU.....	16
1.5.1 Hladiny hodnoty podniku.....	17
1.5.2 Metódy oceňovania podniku	18
1.5.3 Kategórie hodnoty	19
1.5.3.1 Tržná hodnota	19
1.5.3.2 Spravodlivá hodnota	20
1.5.3.3 Objektivizovaná hodnota	21
1.5.3.4 Subjektívna (investičná) hodnota.....	22
1.5.3.5 Komplexný prístup na základe Kolínskej školy	22
1.6 LEGISLATÍVNA ÚPRAVA V ČESKEJ A SLOVENSKEJ REPUBLIKE	23
1.6.1 Medzinárodné a Európske oceňovacie štandardy IVS.....	24
2 PÔSOBENIE FAKTORU RIZIKA A ČASU	25
2.1 FAKTOR ČASU.....	25
2.2 FAKTOR RIZIKA	26
2.3 DISKONTNÁ MIERA.....	28
2.3.1 Diskontná miera a riziko	28
3 POSTUP PŘI OCEŇOVANÍ PODNIKU	30
3.1 ZBER VSTUPNÝCH DÁT	30
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	30
3.2.1 Analýza a prognóza relevantného trhu.....	31
3.2.2 Analýza konkurenčnej sily a vnútorného potenciálu podniku	32
3.3 FINANČNÁ ANALÝZA	32
3.3.1 Analýza účtovných výkazov	33
3.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov.....	34
3.3.3 Analýza rozdielových ukazovateľov.....	35
3.3.4 Analýza súhrnných ukazovateľov	36
3.4 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ	36
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTOROV HODNOTY	37
3.5.1 Tržby	37
3.5.2 Prevádzková zisková marža	37
3.5.3 Pracovný kapitál.....	38
3.6 ZOSTAVENIE FINANČNÉHO PLÁNU	38
4 OCENENIE NA ZÁKLADE ANALÝZY VÝNOSOV	39
4.1.1 Základné tvary výnosových modelov oceňovania	39

4.2	METÓDY DISKONTOVANÝCH PEŇAŽNÝCH TOKOV (DCF).....	43
4.2.1	Diskontná miera pre modely ocenenia na báze DCF	44
4.2.2	Metóda DCF entity.....	46
4.2.3	Úprava investovaného kapitálu	48
4.2.3.1	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia.....	49
4.2.3.2	Diskontná miera a náklady na kapitál.....	49
4.2.3.3	Vymedzenie nákladov cudzieho kapitálu	50
4.2.3.4	Vymedzenie nákladov vlastného kapitálu	51
4.2.3.5	Výsledná hodnota podniku	52
4.2.4	Metóda DCF equity.....	53
4.2.5	Metóda APV.....	53
4.3	METÓDA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSOV	54
4.4	METÓDA ZALOŽENÁ NA KONCEPCIÍ EVA.....	54
4.5	KOMBINOVANÉ VÝNOSOVÉ METÓDY	56
II	PRAKTICKÁ ČASŤ	57
5	ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O SPOLOČNOSTI.....	58
5.1	CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI	58
5.1.1	Historický vývoj podniku.....	61
5.2	ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA SPOLOČNOSTI	61
5.3	STRATÉGIA PODNIKU	62
5.4	DÔVODY PRE OCENENIE	62
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	64
6.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE	64
6.1.1	Politické a legislatívne faktory.....	64
6.1.2	Ekonomické faktory	65
6.1.3	Sociálne a demografické faktory.....	68
6.1.4	Technické a technologické faktory	69
6.2	RELEVANTNÝ TRH.....	70
6.2.1	Vymedzenie relevantného trhu	71
6.2.2	Odhad veľkosti relevantného trhu.....	73
6.2.3	Analýza atraktivity relevantného trhu.....	73
6.3	PROGNÓZA VÝVOJA RELEVANTNÉHO TRHU	78
6.4	ANALÝZA KONKURENCIE A VNÚTORNÉHO POTENCIÁLU PODNIKU.....	79
6.4.1	Stanovenie tržného podielu	79
6.4.2	Porterov medel 5 sil	80
6.4.2.1	Vstup nových konkurentov	80
6.4.2.2	Tlak zo strany substitútov	82
6.4.2.3	Vyjednávaci vplyv odberateľov.....	82
6.4.2.4	Vyjednávaci vplyv dodávateľov	82
6.4.2.5	Intenzita súperenia medzi súčasnými konkurentmi	83
6.4.3	Analýza konkurenčnej pozície spoločnosti.....	85
6.5	PROGNÓZA TRŽIEB SPOLOČNOSTI.....	86
6.6	SWOT ANALÝZA	87
6.7	ZHODNOTENIE VÝSLEDKOV STRATEGICKEJ ANALÝZY	88
7	FINANČNÁ ANALÝZA.....	90

7.1	ANALÝZA ABSOLÚTNYCH UKAZOVATEĽOV	90
7.1.1	Analýza majetkovej a finančnej štruktúry.....	90
7.1.2	Analýza nákladov a výnosov	94
7.2	ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV	96
7.2.1	Analýza zadlženosti	97
7.2.2	Analýza likvidity	98
7.2.3	Analýza rentability	98
7.2.4	Analýza aktivity	99
7.3	ANALÝZA ROZDIELOVÝCH UKAZOVATEĽOV	100
7.3.1	Čistý pracovný kapitál.....	100
7.4	SÚHRNNÉ UKAZOVATELE	100
7.4.1	Z-skóre (Altmanov model).....	101
7.4.2	Index IN05	101
7.5	POROVNANIE S KONKURENCIOU	102
7.6	ZHODNOTENIE FINANČNEJ SITUÁCIE PODNIKU.....	103
8	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ.....	106
8.1	DLHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETOK	106
8.2	DLHODOBÝ HMOTNÝ MAJETOK	106
8.3	OBEŽNÉ AKTÍVA	107
8.4	PREVÁDZKOVO POTREBNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL	108
8.5	KORIGOVANÝ PREVÁDZKOVÝ VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA	108
9	PROGNÓZA GENERÁTOROV HODNOTY	110
9.1	TRŽBY	110
9.2	PREVÁDZKOVÁ ZISKOVÁ MARŽA.....	111
9.3	PRACOVNÝ KAPITÁL.....	114
9.4	DLHODOBÝ MAJETOK A INVESTÍCIE	116
10	FINANČNÝ PLÁN.....	118
10.1	PLÁNOVANIE VÝKAZU ZISKOV A STRÁT	118
10.2	PLÁNOVANÁ SÚVAHA.....	119
10.3	PLÁNOVANÝ VÝKAZ PEŇAŽNÝCH TOKOV	120
11	OCEŇOVANIE PODNIKU VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METÓDAMI... 122	
11.1	STANOVENIE DISKONTNEJ MIERY	122
11.1.1	Stanovenie nákladov na cudzí kapitál	122
11.1.2	Stanovenie nákladov vlastného kapitálu	123
11.1.2.1	Metóda CAPM – analogická metóda	123
11.1.2.2	Stavebnicový model	124
11.1.2.3	Priemerná rentabilita v odvetví	126
11.1.2.4	Odvedenie nákladov na vlastný kapitál od nákladov na cudzí kapitál 126	
11.1.2.5	Výsledné stanovenie nákladov na vlastný kapitál.....	126
11.1.3	Vážené priemerné náklady na kapitál	127

11.2	STANOVENIE HODNOTY PODNIKU METÓDOU DCF ENTITY	127
11.3	OCENENIE METÓDOU EVA.....	131
11.4	ZHRNUTIE VÝSLEDKOV POUŽITEJ VÝNOSOVEJ METÓDY OCEŇOVANIA	132
ZÁVĚR		133
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....		135
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....		139
SEZNAM OBRÁZKŮ		141
SEZNAM TABULEK.....		142
SEZNAM PŘÍLOH.....		144

ÚVOD

Proces oceňovania podniku predstavuje náročnú a komplexnú problematiku, do ktorej vstupuje množstvo ovplyvňujúcich faktorov. Napriek tomu sa jedná o úkon, ktorý má význam nie len pre samotných vlastníkov, ale aj pre ostatné záujmové skupiny, spájajúce s podnikom svoj vlastný investovaný kapitál.

Dôvody pre stanovenie hodnoty podniku môžu byť rôzne. Na trhu je množstvo investorov, ktorých primárnou myšlienkou je investovať do kúpi aktíva menšiu čiastku, ako je jeho budúci očakávaný výnos. Niektorí sú zameraní na rýchlo dosiahnutý zisk, niektorí na dlho trvajúce výnosy. Pre obe tieto skupiny je potrebná znalosť hodnoty investičného aktíva, v tomto prípade podniku.

Dôvodom záujmu vlastníkov oceňovaného podniku XY, s. r. o. o zistenie hodnoty ich spoločnosti bolo okrem samotného ocenenia, aj vykonanie komplexnej analýzy interných a externých faktorov, ktoré s podnikom priamo súvisia a ovplyvňujú ho. Veľké množstvo týchto ovplyvňujúcich činiteľov spoločnosť registrovala už pred samotným ocenením, avšak nikdy neboli skúmané v priamej interakcii s hodnotou podniku. Jedná sa predovšetkým o niektoré makroekonomické a finančné ukazovatele, ktoré podnik v minulosti síce sledoval, avšak neskúmal. Aj vďaka výsledkom, ktoré plynú z tejto práce, môže spoločnosť tieto faktory ďalej analyzovať, prípadne korigovať ich budúci vývoj. V tomto smere tak bola splnená základná myšlienka vyčíslenia hodnoty spoločnosti XY, s. r. o., ktorou bolo dopracovať sa k výslednej hodnote prostredníctvom jednotlivých analýz, čo možno najobjektívnejším spôsobom.

Teoretická časť diplomovej práce svojím úvodom objasňuje definíciu podniku, kategórie hodnôt či jednotlivé dôvody vedúce k zisteniu hodnoty podniku. Nasledujúce kapitoly popisujú samotný postup výnosového ocenenia a nástroje, ktoré sú pri ňom použité. Táto časť tak poskytuje prehľad poznatkov, potrebných pre objasnenie niektorých výsledkov ďalej vykonaných analýz.

Praktická časť v sebe zahŕňa analytickú zložku, predstavovanú vykonanou strategickou a finančnou analýzou. Po jej realizácii by mal byť zrejmý výnosový potenciál a finančné zdravie podniku, ktorý poskytujú obraz jeho budúceho možného vývoja. Nasleduje projektová časť, v ktorej je aplikovaný konkrétny postup stanovenia hodnoty pomocou metódy DCF a tiež výsledky z predošlej analytickej časti. Záverom je vykonané samotné ocenenie podniku XY, s. r. o. k 31.12.2018.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORETICKÉ ZÁKLADY PRE STANOVENIE HODNOTY PODNIKU

1.1 Definícia podniku

Pojem podnik je možné vnímať z rôznych uhlov pohľadu. Z pohľadu oceňovania, predstavuje podnik menej likvidné aktívum, pre ktoré spravidla existujú veľmi málo transparentné trhy (Mařík, 2018, s. 17). Táto skutočnosť vyplýva predovšetkým z toho, že pri predaji je podnik chápaný ako funkčný celok, či hromadný komplex tvorený vzájomne prepojenými aktívnymi a pasívnymi zložkami. Tým, že môžu byť jeho jednotlivé zložky špecifické, môže byť náročnejšie nájsť podobný trh, na ktorom by mohlo byť toto aktívum vymenené. V prípade potreby, tak nie je vždy jednoduché podnik predat' a tým dosiahnuť jeho premeniteľnosť na peniaze.

Pre každého znalca je však prvoradá definícia vymedzená v právnej legislatíve. Podľa zákona č. 89/2012 Sb., Nový občanský zákonník (ďalej len NOZ) v § 502 je podnik vyjadrený pojmom obchodný závod. Obchodný závod predstavuje organizovaný súbor imania, ktorý podnikateľ vytvoril a ktorý z jeho vôle slúži k prevádzkovaniu jeho činnosti. Má sa za to, že závod tvorí všetko, čo spravidla slúži k jeho prevádzke (ČESKO, 2012).

Kladným aspektom tejto doplnenej definície po prijatí novely zákona z roku 2012 je pohľad na majetok ako na organizovaný súbor imania. Vďaka tomu je zrejmé, že zákon zohľadňuje nielen majetok vo vlastníctve podniku, ale aj vzniknuté záväzky v súvislosti s podnikaním. Tým je doplnená myšlienka obstarania majetku, ktorý podnik vlastní prostredníctvom cudzích zdrojov. Túto myšlienku NOZ následne potvrdzuje aj v § 420, ktorý uvádza, že imanie osoby tvorí súhrn jej majetku a dlhov. Slovenská legislatíva rovnako potvrdzuje myšlienku dôležitosti zdroja obstarania zákonom č. 513/1991 Zb. v § 2 odst. 2 podnik ako veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku alebo vzhľadom na svoju povahu majú na tento účel slúžiť (SLOVENSKO, 1991).

Pre správny výklad definície z § 502, je potrebné doplniť aj výklad pojmu podnikateľ. Podľa § 420 odst. 1 NOZ je podnikateľ ten, kto samostatne vykonáva na vlastný účet a zodpovednosť zárobkovú činnosť živnostenským alebo obdobným spôsobom so zámerom činiť tak sústavne za účelom dosiahnutia zisku. Súhrn všetkého, čo tejto osobe patrí, tvorí jej majetok (ČESKO, 2012). Táto časť zákona sa tak nepriamo obracia smerom oceňovania keď

uvádza, že podnik, má plniť svoj základný účel, ktorým je dosahovanie zisku, čo nepriamo nadväzuje na výnosové metódy oceňovania.

1.2 Dôvody oceňovania podniku

Dôvodov pre oceňovanie podniku je v súčasnosti mnoho. Jedným z nich je aj fakt, že pri aplikácií samotného ocenenia dochádza okrem prieskumu finančných výkazov podniku aj k prieskumu trhu, konkurencie a následne finančnej stability podniku. Zistenie hodnoty podniku tak napomáha veľkým aj malým spoločnostiam najmä v oblasti budovania budúcich stratégií. Ich stanovenie má následne širší dopad na stakeholderov, ktorými sú zákazníci, dodávatelia či samotní zamestnanci. V prípade, že vedenie do svojich budúcich stratégií implementuje výsledky zistené počas jednotlivých fáz ohodnocovania, je možné hovoriť o zodpovednom prístupe, ktorý by mal viesť k dlhodobej prosperite následne premietnutej do rastu hodnoty spoločnosti. Týmto spôsobom by sa podnik vyhol (v súčasnosti tak častým) účelovým úpravám finančných výkazov, ktorých jediným cieľom je vykreslenie krátkodobej prosperity. Tento prístup totiž hodnotu podniku skôr znižuje a v konečnom dôsledku nie je výhodný ani pre stakeholders ani pre shareholders (Koller, Goedhart a Wessels, 2015, s. 18).

Ďalším dôvodom pre ocenenie podniku môže byť prípad malej či strednej firmy, ktorá uvažuje o expanzii na trhu. Príkladom môže byť prijatie venture capital výmenou za podiel vo firme, kedy hrá ocenenie významnú úlohu. V prípade väčšej spoločnosti, môže byť ocenenie využité k determinovaniu cien, ktoré sú za podnik ponúknuté v rámci výmeny na trhu. Ocenenie tiež pomáha rozhodovať o tom, kam investovať, koľko si požičať či aký spätný prínos budú mať jednotlivé rozhodnutia pre vlastníkov (Damodaran, 2011, s. 6-7). Samotné ocenenie môže vzniknúť z rôznych príčin, vzhľadom k potrebám a cieľom objednávateľa a k účelu, ktorému má slúžiť.

Oceňovanie vieme rozlíšiť z hľadiska dvoch základných prístupov na:

- oceňovanie súvisiace s vlastníckymi zmenami – do tejto kategórie spadá napríklad kúpa obchodného závodu, nepeňažný vklad, ocenenie v súvislosti s fúziou či ocenenie v súvislosti s rozdelením spoločnosti,
- oceňovanie pre prípady, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám – do tejto kategórie patrí zmena právnej spoločnosti, zastavenie podielov v korporácií, ocenenie v súvislosti s poskytovaním úveru a ocenenie v súvislosti so sanáciou podniku (Mařík, 2018, s. 42 - 43).

Pri každom ocenení by však malo byť jasne povedané z akého podnetu vzniklo, o akú bázu hodnoty sa jedná, aká úroveň hodnoty má byť určená a k akému dátumu hodnota platí (Mařík, 2018, s. 43).

1.3 Definícia a podstata oceňovania

Pri stanovení hodnoty podniku alebo iného podobného aktíva, je nutné previesť do informácií o hodnote informácie o konkrétnom aktíve, trhoch, daňových sadzbách, či o doterajšom vývoji. Pri tejto činnosti je potrebné si uvedomiť, či podnik ohodnocujeme (*valuation of company*), alebo stanovujeme jeho cenu (*pricing or appraisal of company*). Medzi týmito pojmami je totiž zásadný rozdiel. Oceňovanie podniku má súvislosť predovšetkým s daňovou reguláciou. Oceňovateľ stanovuje cenu platnú pre daný účel najmä vo vzťahu k štátnym inštitúciami. Naopak, ohodnocovanie je vykonávané ako základ pre účely tržných transakcií súkromnej povahy. Oceňovateľ pritom stanovuje hodnotu vo výške predpokladanej ceny obchodu. Vzhľadom k tomu, že oceňovania sú vykonávané vo forme znaleckých posudkov, pričom úlohou znalca je stanovenie ceny, prešiel tento pojem, dá sa povedať, do všeobecnej terminológie používanej v Českej republike (Krabec, 2009, s.16). V slovesnosti tak nahradil pojem ohodnocovanie podniku, čo by bolo terminologicky správne vyjadrenie, nakoľko podstatou a konečným výsledkom má byť predovšetkým stanovenie ceny.

1.4 Cena podniku

Medzi stanovením ceny a hodnoty podniku je zásadný rozdiel. Cena je podľa § 492 NOZ hodnota veci, ktorú možno vyjadriť v peniazoch. Cena veci sa určí ako hodnota obvyklá, ibaže je niečo iné uvedené alebo stanovené zákonom (Česko, 2012). Zákon ďalej definuje cenu obvyklú ako cenu, ktorá bola dosiahnutá pri predaji rovnakého, prípadne obdobného majetku alebo pri poskytovaní rovnakej alebo obdobnej služby v obvyklom obchodnom styku v tuzemsku ku dňu ocenenia.

Za cenu je možné považovať aj čiastku, ktorá síce ešte nebola na trhu pri výmene dosiahnutá avšak bola či je na trhu bežne ponúkaná (Zima, 2016, s. 57). V tomto prípade by však bolo otázne o ako špecifický podnik či trh by sa jednalo, ak by na ňom nebolo možné v minulosti nájsť prípad, kedy už bola obdobná cena dosiahnutá. Nakoľko však do výslednej ceny, vstupuje množstvo často veľmi špecifických faktorov, nie je toto tvrdenie úplne nepravdepodobné. Jedná sa napríklad o faktory psychologické, časovú tieseň, osobné vzťahy medzi

kupujúcim a predávajúcim prípadne obratnosť pri cenovom jednaní (Váchal, Vochozka, 2013, s. 130). Iný pohľad na stanovenie ceny prinášajú náklady. Náklady predstavujú čiastku potrebnú pre získanie alebo vytvorenie aktíva a v tejto súvislosti je cena zaplatená za aktívum nákladom pre kupujúceho (Mařík, 2018, s. 24).

1.5 Hodnota podniku

Pojem hodnota nie je v Českej republike prostredníctvom zákona jednoznačne definovaný. Podnik môže byť prínosom pre vlastníkov, podielnikov, zamestnancov či širokú verejnosť. Pre každého, kto sa s hodnotou podniku stretáva, tak môže znamenať niečo iné.

Pri aplikácii ekonomického poňatia hodnoty do konceptu podniku, je základom myšlienka uspokojovania potrieb ekonomických subjektov. V tomto smere je možné rozlíšiť štandardy hodnoty na subjektívne a objektívne (Zima, 2016, s. 58). Ďalším pohľadom môže byť ponímanie hodnoty podniku z hľadiska prinášania úžitku (angl. *utility value*) a z hľadiska podniku ako predmetu výmeny na trhu (angl. *value in exchange*). *Utility value* vyplýva predovšetkým so schopnosti statku uspokojovať ľudské potreby, ktoré sú v zásade neobmedzené. Z pohľadu oceňovania sa jedná predovšetkým o uspokojovanie potrieb vlastníkov a ich budúce zámery, ktoré sa s podnikom spájajú. *Value in exchange* vyplýva zo schopnosti statku generovať úžitkovú hodnotu a jeho výskytu na trhu len v obmedzenom množstve (Mařík, 2018, s. 24).

Trochu iný pohľad na hodnotu ponúkajú IVS z roku 2013, ktoré uvádzajú že hodnota nie je skutočnosť ale názor, na najpravdepodobnejšiu cenu, ktorá by mala byť zaplatená za aktívum pri výmene, alebo ekonomický prínos z držania daného aktíva (International Valuation Standards, 2013, s. 8).

S týmto tvrdením sa stotožňuje aj Damodaran, ktorý uvádza, že v zásade existujú dva oceňovacie prístupy: vnútorný (*intrinsic*) a vonkajší (*relative*). Vnútorná hodnota tak predstavuje hodnotu majetku, ktorá je určená peňažnými tokmi, ktoré očakávame, že bude aktívum generovať v priebehu svojho života. Vonkajšiu hodnotu následne definuje ako hodnotu určenú trhom, čo znamená, že majetok je oceňovaný na základe podobnej ceny daného aktíva na trhu (Damodaran, 2011, s. 4 - 5).

K tejto klasifikácii hodnoty prostredníctvom *intrinsic value* sa pripája aj Mařík (2018, s. 24), ktorý dodáva, že hodnota podniku je daná očakávanými budúcimi príjmami buď na úrovni

vlastníkov alebo na úrovni všetkých investorov do podniku, ktoré sú však prevedené (diskontovanými) na ich súčasnú hodnotu (*angl. Present Value*). S týmto tvrdením sa stotožňuje aj Jakubec, ktorý navyše dodáva, že budúce výnosy odúčujeme k momentu ohodnocovania (Jakubec, Kardoš, 2016, s. 20). Spomenutí autori sa teda viac prikláňajú k poňatiu hodnoty prostredníctvom generovaných budúcich prínosov z držania daného aktíva. Je potrebné poznamenať, že pri svojich tvrdeniach, vychádzajú z časovo neohraničeného trvania podniku v budúcnosti (*angl. going concern*). Tieto tvrdenia zároveň podporujú myšlienku, že hodnota podniku nie je objektívna vlastnosť, pretože je založená na projekcií budúceho vývoja. Jedná sa o odhad, ktorý je v zásade názorom autora ocenenia (Mařík, 2018, s. 24).

Na druhej strane IVS napriek tomu, že vychádzajú z podobného konceptu užitočnosti, ako vyššie uvedení autori, vzťahujú hodnotu skôr k tržnej cene. Uvádzajú, že hodnota je ekonomický koncept vzťahujúci sa k cene, ktorá by bola najskôr akceptovaná kupujúcim a predávajúcim statku alebo služby dostupnej ku kúpe. Hodnota je v tomto prípade odhadom pravdepodobnej ceny, ktorá by bola na trhu pri výmene v danom čase zaplatená (Krabec, 2009, s. 182). Slovenská legislatíva sa tiež prikláňa k vyjadreniu hodnoty prostredníctvom ceny dosiahnutej výmenou na trhu. Vyhláška č. 494/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v § 2 jasne uvádza, že všeobecnou hodnotou majetku je výsledná objektivizovaná hodnota majetku, ktorá je znaleckým odhadom najpravdepodobnejšej ceny hodnoteného majetku ku dňu ohodnotenia v danom mieste a čase (SLOVENSKO, 2017). Túto hodnotu by mal majetok dosiahnuť na trhu v podmienkach voľnej súťaže, keď kupujúci aj predávajúci budú konať s patričnou informovanosťou aj opatrnosťou a za predpokladu, že cena nie je ovplyvniteľná neprímeranou pohnútkou (Kubica, 2016, s. 121).

Z vyššie uvedeného vyplýva, že oceňovanie nie je presne vymedzený proces a často závisí na tom s akými názormi či predsudkami znalec k oceňovaniu pristupuje (Zima, 2016, s. 55). Okrem subjektu, ktorý daný podniku oceňuje, bude hodnota tiež závislá na účele ocenenia.

1.5.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik môžeme v zásade oceňovať v dvoch hladinách hodnoty:

- a) hodnota entity, ktorá vyjadruje hodnotu podniku ako celku, na úrovni vlastníkov aj veriteľov,
- b) hodnota equity, ktorá predstavuje ocenenie na úrovni vlastníkov podniku, resp. vyjadruje hodnotu kapitálu, ktorý do podniku vložili vlastníci (Mařík, 2018, s. 19).

Hodnota entity bola v českej legislatíve do roku 2014 definovaná prostredníctvom pojmu obchodný majetok a hodnota equity prostredníctvom pojmu čistý obchodný majetok a vlastný kapitál. Po novelizácii občianskeho zákonníka boli tieto pojmy nahradené. Obchodný majetok je zastúpený pojmom majetok, obchodné imanie je uvedený ako imanie a čistý obchodný majetok už svoje analogické zastúpenie v zákone stratil. Pri formulovaní hladiny equity je preto najjednoduchšie hovoriť o rozdiel medzi majetkom a dlhmi, resp. o ocenení vlastného kapitálu.

1.5.2 Metódy oceňovania podniku

Vymedzenie jednotlivých kategórií hodnoty je potrebné najmä z dôvodu, že ich prostredníctvom sú stanovené jednotlivé metódy používané pri ocenení. V podstate existujú tri základné skupiny oceňovacích metód, pričom hľadaná hodnota sa opiera o použitie ich kombinácie.

Týmito základnými metódami sú:

- Ocenenie na základe analýzy výnosov (*výnosové metódy*)
 - a. metóda diskontovaného cash flow
 - Free cash flow (entity)
 - Free cash flow (equity)
 - APV
 - b. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov
 - Analytická metóda
 - Paušálna metóda
 - c. Kombinované výnosové metódy
 - d. Metóda ekonomickej pridanej hodnoty
- Metódy založené na analýze trhu (*tržné metódy*)
 - a. Ocenenie na základe tržnej kapitalizácie
 - b. Ocenenie na základe zrovnateľných podnikov
 - c. Ocenenie na základe údajov o podnikoch uvádzaných na burzu
 - d. Ocenenie na základe zrovnateľných transakcií
 - e. Ocenenie na základe odvetvových multiplikátorov
- Ocenenie na základe analýzy majetku (*majetkové metódy*)
 - a. Účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien
 - b. Substančná hodnota na princípe nákladov znovu obstarania
 - c. Substančná hodnota na princípe úspory nákladov

- d. Majetkové ocenenie na princípe tržných hodnôt
- e. Likvidačná hodnota (Mařík, 2018, s. 45)

Celkový postup pri oceňovaní je následne taký, že podľa dôvodu, resp. konkrétneho účelu, ku ktorému má byť oceňovanie použité, by mala byť zvolená vhodná báza hodnoty. Následne podľa analýzy situácie podniku oceňovateľ vyberie konkrétnu metódu výpočtu hodnoty.

1.5.3 Kategórie hodnoty

Pre stanovenie hodnoty podniku pre potreby súdu prostredníctvom znalca, je v prvom rade potrebné ujasniť si, aká hodnota je hľadaná. Z tohto dôvodu je vymedzená základná báza, či inak povedané kategória hodnoty. Použitie jednotlivých kategórií hodnoty vždy modifikuje v istom rozsahu základný prístup k oceneniu. Jednoznačné vymedzenie hľadanej bázy hodnoty je preto pre celé oceňovanie podniku kľúčové (Mařík, 2018, s. 25).

V nadväznosti na toto tvrdenie je rozlíšených 5 základných a niekoľko odvodených kategórií hodnoty. Základné členenie kategórií hodnoty je však podľa IVS 1 a IVS 2 založené predovšetkým na členení hodnoty na tržnú hodnotu (IVS 1) a netržné hodnoty (IVS 2) (Krabec, 2009, s. 109).

1.5.3.1 Tržná hodnota

Pri stanovení tejto hodnoty v zásade odpovedáme na otázku, za akú cenu by bolo aktívum predané na trhu, priemernému kupujúcemu (Mařík, 2018, s. 26).

Aby mohol znalec vychádzať z tržnej hodnoty ako zo základnej kategórie, musí najskôr zo všetkého poznať odpoveď na dve nasledujúce otázky:

- 1) existuje trh s rovnakými, či podobnými podnikmi, prípadne podiely na vlastnom kapitále?
- 2) je na tomto trhu dostatok predávajúcich a kupujúcich?

Obe tieto otázky však v zásade splývajú do jednej, ktorá znie: Sú na trhu vhodné podmienky pre vznik tržnej ceny? Potenciálna tržná cena je totiž predmetom odhadu, pričom je označovaná aj ako tržná hodnota (*market value*). Tržná hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok alebo záväzok vymenený k dátumu ocenenia medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim, pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom by obe strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku

(Jakubec, Kardoš, 2016, s. 30). Iný prístup chápe tržnú hodnotu ako hodnotu aktíva bez ohľadu na náklady predaja alebo kúpi a bez započítania súvisiacich daní (International Valuation Standards, 2017, s. 50). Z oboch vyplýva, že pre túto kategóriu ocenenia je potrebné, aby existoval voľný konkurenčný trh či už medzinárodný, lokálny alebo trh s väčším, prípadne mierne obmedzeným počtom účastníkov.

IVS ďalej rozoberajú definíciu *market value* po častiach, pričom zaujímavý je najmä komentár k pojmu „odhadnutá čiastka“. V tomto prípade štandard upozorňuje, že napriek tomu, že cena mohla byť už v minulosti zaplatená pri výmene aktíva na trhu, stále sa jedná len o najpravdepodobnejšiu čiastku, čiže o odhad. Zároveň táto cena musí byť očistená od mimoriadnych vplyvov, resp. výhod prostredníctvom zvláštnych faktorov, ktoré by mohli pri výmene uplatniť kupujúci, či predávajúci (Mařík, 2018, s. 26). Príkladom môže byť spätný outsourcing aktíva, ktoré predávajúci už síce v majetku nemá, avšak naďalej využíva výhody, ktoré z neho plynú prostredníctvom prenájmu. Do ocenenia preto môžu byť premietnuté len tie výhody, ktoré môže získať ktorýkoľvek účastník na trhu.

V prípade, že znalec hľadá tržnú hodnotu, mal by brať v úvahu predovšetkým názor priemerného investora. Týmto investorom je však hypotetická osoba, prostredníctvom ktorej znalec premietne do ocenenia svoje vlastné uvažovanie. Tržnú hodnotu tiež nie je vhodné použiť v prípade, že na trhu nie je vôbec žiadny predávajúci, resp. predávajúcemu chýba vôľa predať, ako napr. pri vyvlastnení (Zima, 2016, s. 62). Aj z týchto dôvodov sa často stáva, že znalci nesprávne odhadnú existenciu trhu, pričom sa následne dopúšťajú toho, že za odhadnutú tržnú hodnotu vydávajú výsledok výnosového ocenenia (Krabec, 2009, s. 117).

V prípade potreby získať prostredníctvom ocenenia tržnú hodnotu, je možné použiť metódu diskontovaných peňažných tokov, pri ktorej sú použité peňažné toky očakávané trhom. Ďalej je možné pre tento účel použiť niektorú z metód tržného porovnania. Na záver je však potrebné zdôrazniť, že obe tieto metódy je možné aplikovať len za predpokladu going concern. V opačnom prípade sa pre ohodnocovanie podniku používa likvidačná metóda (Mařík, 2018, s. 45).

1.5.3.2 Spravodlivá hodnota

Definícia IVS popisuje spravodlivú hodnotu ako odhadovanú cenu pre prevod aktíva alebo záväzku medzi dvoma konkrétnymi, informovanými a ochotnými stranami, pričom hodnota odráža záujmy každej z týchto strán (International Valuation Standards, 2017, s. 50). Spravodlivá hodnota teda vyjadruje, za akú cenu by bolo spravodlivé, aby bol podnik prevedený

medzi konkrétnou dvojicou subjektov. Vďaka tomu, že sa jedná o konkrétne subjekty, je možné premietnuť do ocenenia všetky výhody, ktoré môžu získať dvaja konkrétni účastníci. Diskontná miera by mala prihliadať k očakávaniam a požadovanej výnosnosti oboch konkrétnych strán, medzi ktorými sa transakcia predpokladá (Mařík, 2018, s. 32 - 33, s. 191).

1.5.3.3 Objektivizovaná hodnota

Aj napriek tomu, že sa vedci zhodli, že objektívna hodnota podniku v podstate neexistuje, začali pracovať s pojmom objektivizovaná hodnota. Definícia tejto hodnoty uvedená podľa nemeckých oceňovacích štandardov IDW Standard S1 znie nasledovne: „Objektivizovaná hodnota predstavuje typizovanú a inými subjektmi preskúmateľnú výnosovú hodnotu, ktorá je stanovená z pohľadu tuzemskej osoby – vlastníka (alebo skupiny vlastníkov), neobmedzene podliehajúcim daniam, pričom táto hodnota je stanovená za predpokladu, že podnik bude pokračovať v nezmenenom koncepte, pri vyžití realistických očakávaní v rámci tržných možností, rizík a ďalších vplyvov pôsobiacich na hodnotu podniku (Mařík, 2018, s. 35).

Koncept objektivizovanej hodnoty berie v prvom stupni do úvahy iba všeobecne uznávané skutočnosti, ktoré sú relevantné k dátumu ohodnotenia. Pri druhom stupni sa už zameriava na všeobecne známe skutočnosti, ktorých pôsobenie v budúcnosti na ohodnotenie nie je jednoznačné. Nakoniec sa do ohodnotenia premieta subjektívne hľadisko, ktorým je stanovenie hraničných hodnôt (Jakubec, Kardoš, 2016, s. 30).

Na objektivizovanú hodnotu je kladených niekoľko základných požiadaviek, pričom pre potreby tejto práce patrí medzi hlavné, zachovanie hodnoty budúcich výnosov podniku. Túto požiadavku podnik splní prostredníctvom going concern pri nezmenenom koncepte podnikania, pričom sa nesmie zmeniť pôvodný charakter a určenie majetku podniku. Táto zásada tiež väčšinou predpokladá zachovanie súčasného manažmentu a zachovanie súčasného spôsobu financovania. Zohľadnenia všetkých realistických budúcich očakávaní v rámci tržných šancí a rizík, ktoré sa javia k dátumu ocenenia realistické. Diskontná miera bude podľa súčasných pravidiel na úrovni výnosnosti požadovanej trhom (Mařík, 2018, s. 35, s. 191).

Pre dosiahnutie objektivizovaného ocenenia je odporúčané aplikovať výnosové metódy, najmä metódu kapitalizovaných výnosov a metóda diskontovaných peňažných tokov. Zároveň je potrebné pri ocenení dbať na zachovanie súčasného konceptu podniku a ostatné, s tým súvisiace požiadavky (Mařík, 2018, s. 45).

1.5.3.4 Subjektívna (investičná) hodnota

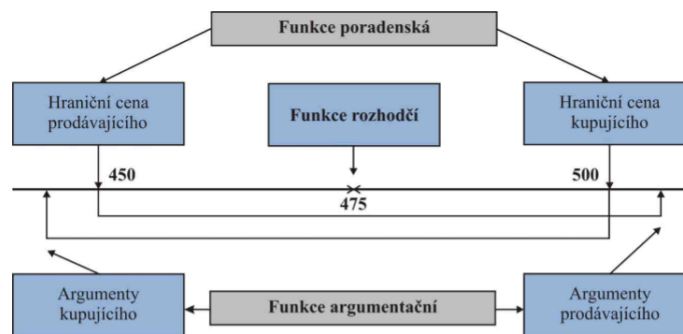
Definícia IVS popisuje subjektívnu hodnotu ako hodnotu aktíva pre konkrétneho súčasného alebo predpokladaného vlastníka s ohľadom na individuálne investičné alebo prevádzkové ciele (International Valuation Standards, 2017, s. 102). Hodnota je potom daná očakávanými úžitkami z majetku pre konkrétneho kupujúceho, predávajúceho, súčasného vlastníka či iné subjekty. Z toho vyplýva, že podstatou investičnej hodnoty podniku nie je nevyhnutne predaj. Druhou základnou charakteristikou je, že diskontná miera je stanovená na základe alternatívnych možností investovať, ktoré má subjekt, z ktorého hľadiska je ocenenie vykonávané. Výnosy sú teda diskontované požadovanou výnosnosťou konkrétneho investora (Mařík, 2018, s. 34). Subjektívna hodnota v zásade znamená presun od jedného extrému existencie jednej všeobecne platnej objektívnej hodnoty, k opačnému postoj, že hodnota existuje vždy len pre niekoho. V tomto smere by teda bolo náročné prepočítavať subjektívnu hodnotu z pohľadu oceňovateľa, preto sa koncept oceňovania založený na tejto hodnote v praxi príliš nepresadil (Krabec, 2009, s. 116).

1.5.3.5 Komplexný prístup na základe Kolínskej školy

Na európskych trhoch je v súčasnosti problematické hovoriť o tržnej hodnote, vzhľadom na obmedzenia, ktoré na týchto trhoch prevládajú. Medzi tie najhlavnejšie patrí nízky rozsah transakcií s podobnými podnikmi, chýbajúca transparentnosť trhu a nejasné určenie, či cena bola zaplatená za pokračujúci podnik alebo či nákup alebo predaj podniku vyvolá synergický efekt. Kolínska škola vychádza z myšlienky, že kategória hodnoty vychádza z funkcií, ktoré má ocenenie pre používateľa (ocenovani-podniku.cz © 2018) Základnými funkciami v tomto ponímaní sú:

- a) funkcia poradenská – považuje sa za najdôležitejšiu. Jej zmyslom je poskytnúť kúpnyim stranám ocenenie tzv. hraničnej hodnoty. Hraničná hodnota poskytuje informácie o maximálnej cene, ktorú môže zaplatiť kupujúci a o minimálnej cene, ktorú môže predávajúci prijať bez toho, aby na transakcií stratili. Hraničná hodnota kupujúceho a predávajúceho najviac zodpovedá definícií investičnej hodnoty podľa definície IVS,
- b) funkcia rozhodcovská – v tejto funkcii by mal oceňovateľ odhadnúť hraničné hodnoty účastníkov transakcie a nájsť spravodlivú hodnotu v rámci odhadnutého rozpätia. Je potrebné upozorniť, že spravodlivá hodnota nezodpovedá všeobecnej cene, je však možné ju porovnať so spravodlivou hodnotou podľa definície IVS,

- c) funkcia argumentačná – v tejto funkcii hľadá oceňovateľ argumenty, ktoré majú zlepšiť pozíciu danej strany a slúži jej ako podklad pre jednanie,
- d) funkcia komunikačná – prostredníctvom ktorej je poskytovaný podklad pre komunikáciu s verejnosťou, predovšetkým s investormi a bankami,
- e) funkcia daňová – poskytuje podklady pre daňové účely (Mařík, 2018, s. 38 - 39).



Obrázok 1 Prehľad a interpretácia funkcií podľa Kolínskej školy

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa (Mařík, 2018, s. 39)

1.6 Legislatívna úprava v Českej a Slovenskej republike

Nakoľko sa hodnotený podnik nachádza na území Slovenskej republiky, legislatívne podlieha zákonom na tomto území. V prípade oceňovania sa jedná predovšetkým o tieto zákony a vyhlášky:

- zákon č. 382/2004 Z. Z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch v znení neskorších predpisov,
- vyhláška č. 490/2004 Z. z., ktorou sa vykonáva zákon o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch v znení neskorších predpisov,
- vyhláška č. 491/2004 Z. z. o odmenách, náhradách výdavkov a náhradách na stratu času pre znalcov, tlmočníkov a prekladateľov v znení neskorších predpisov,
- vyhláška č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov.

Znaleckú činnosť, ako aj podmienky jej výkonu riadi a upravuje Ministerstvo spravodlivosti Slovenskej republiky. Pre porovnanie, v Českej republike v súčasnosti neexistuje zákon alebo iný predpis, ktorý by bol vo všeobecnosti pri oceňovaní právne záväzný. Napriek tomu

je potrebné poznať niektoré predpisy, ktoré sú právne záväzné vo vybraných prípadoch. Jedným zo základných je zákon o oceňovaní majetku č. 151/1997 Sb. spolu s nadväznými vyhláškami Ministerstva financií ČR a Metodický pokyn ČNB.

1.6.1 Medzinárodné a Európske oceňovacie štandardy IVS

Okrem legislatívnej úpravy je odporúčané, najmä v Českej republike, vychádzať pri oceňovaní z Medzinárodných oceňovacích štandardov (IVS), ktoré vydáva výbor pre Medzinárodné oceňovacie štandardy. Európske oceňovacie štandardy vydáva Európska skupina dohodcovských asociácií. Oba tieto štandardy obsahujú predovšetkým definície hodnoty a potom určitej rámcovej zásady, ktoré by mali byť pri oceňovaní rešpektované. Jedná sa len o súbor medzinárodne uznaných odporúčení, ktoré nemajú povahu záväzného predpisu (Mařík, 2018, s. 22).

2 PÔSOBENIE FAKTORU RIZIKA A ČASU

2.1 Faktor času

Faktor času je významná veličina pri finančnom rozhodovaní, kde sa uplatňuje najmä pri rozhodovaní o investíciách alebo kalkulácií výhodnosti jednotlivých zdrojov financovania majetku. Pri oceňovaní podniku hrá čas významnú úlohu predovšetkým prostredníctvom tzv. časovej hodnoty peňazí. Pri finančnom rozhodovaní totiž záleží nie len na tom, v akej výške držiteľ aktíva realizuje príjmy a výdaje z daného aktíva, ale aj na ich rozložení v čase. V praxi preto platí základné pravidlo, že jednotka peňazí, ktoré sú k dispozícii v súčasnosti, má väčšiu hodnotu, ako peniaze, ktoré budú k dispozícii v budúcnosti. Výhoda súčasných príjmov následne spočíva v tom, že príjem, ktorý je získaný skôr, je možné skôr investovať a generovať tak z neho ďalší výnos. Na veľkosť rozdielu medzi súčasnými a budúcimi príjmami z aktíva vplýva okrem výnosnosti investovaných peňazí aj vývoj cenovej hladiny resp. inflácia, volatilita úrokovej sadzby, či menový kurz. Vývoj cenovej hladiny vyjadruje intenzitu zhodnotenia alebo znehodnotenia peňazí. Inflačný vývoj prostredníctvom rastu cenovej hladiny môže spôsobiť, že kúpna sila peňazí sa zníži. Následkom toho majú peniaze získané v súčasnosti väčšiu hodnotu ako peniaze získané v budúcnosti. Treba však pripomenúť, že očakávaná miera inflácie je už zahrnutá v úrokových sadzbách uplatňovaných v ekonomike ako inflačná prémie (Fetisová a kol, 2016, s. 12).

V dôsledku týchto poznatkov je teda zrejmé, že pri zisťovaní hodnoty aktíva alebo podniku, nie je možné očakávanú radu budúcich príjmov jednoducho priamo sčítať. Je potrebné najskôr všetky budúce príjmy prepočítať k dátumu ocenenia, teda zistiť ich súčasnú hodnotu. Tento postup je využitý rovnako v prípade jednotlivej čiastky, anuitných príjmov podniku či perpetuity. Oceňovateľ v tomto prípade pracuje s faktormi, ktorými sa násobí peňažná čiastka.

Najznámejším z týchto faktorov je odúročiteľ, prostredníctvom ktorého sú na súčasnú hodnotu prevádzané jednorazové, prípadne rozdielne budúce peňažné toky.

$$\text{SH jednotlivej čiastky} = \text{BH} * 1 / (1+i)^n$$

Súčasnú hodnotu anuitných budúcich peňažných tokov, ktoré podnik získava pravidelne za určité obdobie, pri prepočte s rovnakou úrokovou mierou, je možné vypočítať pomocou zásobitel'a, resp. anuitného faktora. (Fetisová a kol, 2016, s. 26)

$$\text{SH anuita} = \text{Anuitná čiastka} * (1+i)^n - 1 / i * (1+i)^n$$

Zhodné budúce peňažné toky, plynúce do podniku v priebehu nekonečne dlhého obdobia sa nazývajú perpetuita, resp. večná renta (Fetisová a kol, 2016, s. 29). Ich súčasnú hodnotu s využitím rovnakej úrokovej miery je možné vyjadriť nasledovným spôsobom:

$$SH \text{ perpetuita} = \text{Perpetuitná čiastka} / i$$

Pri oceňovaní podniku bude v nasledujúcich kapitolách použitý aj pojem tzv. čistá súčasná hodnota (Net Present Value – NPV). Podstatou NPV je, že aktíva, do ktorých podnik investoval, prinesú v budúcnosti vyšší výnos, ako bol náklad, ktorý bol na investíciu vynaložený (Kislingerová, 2001, s. 146). Z tohto pravidla je teda logicky možné odvodiť, že NPV by mali byť väčšie ako 0 a následne

$$NPV = -\text{investície} + SH$$

Pri aplikácii prepočtov v rámci oceňovania je potrebné rozlíšiť, či podnik plánuje investície založiť na tzv. zloženom úročení alebo nie. Pri zloženom úročení, na základe ktorého sú vymedzené aj vyššie uvedené spôsoby výpočtu súčasnej hodnoty, úroky získané z peňažných čiastok nebudú odoberané, ale budú ihneď spolu s pôvodnou čiastkou opäť investované a tým aj ďalej úročené (Mařík, 2018, s. 58).

Čas prostredníctvom súčasnej hodnoty predstavuje významný faktor v procese stanovenia hodnoty, najmä pri aplikácii ocenenia podniku výnosovými metódami. Avšak súčasnú hodnotu budúcich príjmov je možné využiť aj pri majetkovom ocenení, v prípade, že oceňovateľ bude výnosovo oceňovať niektoré majetkové položky. (Mařík, 2018, s. 57) V ďalších kapitolách je tento faktor premietnutý do procesu oceňovania prostredníctvom diskontovania očakávaných peňažných tokov prostredníctvom použitia diskontnej sadzby, ktorá vyjadruje okrem časovej hodnoty peňažných tokov aj rizikový faktor.

2.2 Faktor rizika

Ďalším významným faktorom je riziko, ktorého analýza má zásadný vplyv na správne stanovenie hodnoty podniku. Riziko vyjadruje stupeň neistoty spojený s očakávaným výnosom (Kislingerová, 2001, s. 104). V súvislosti s oceňovaním sa jedná o mieru pravdepodobnosti vzniku príjmov a výdavkov. Už na prvý pohľad je zrejmé, že čím vyššia bude pravdepodobnosť vzniku príjmov, tým bude riziko nižšie a hodnota aktíva bude následne vyššia. Na druhú stranu čím bude miera rizika vyššia, tým vyššia musí byť miera výnosu pre investora, nakoľko je bezpečnosť investície nižšia. Požadovaná výnosnosť je v prípade vyššej miery rizika vyjadrená tak, že sa k bezrizikovej výnosnosti pripočíta riziková prémia.

Riziko tak vyjadruje možnosť, že sa bude skutočný výnos líšiť od očakávaného. Riziko tak nepredstavuje len akýsi pocit, že by sa niečo mohlo stať, ale je to kvantifikované posúdenie (London School of Business and Finance, 2017, s. 38). Meranie rizika je dôležitou súčasťou oceňovania, nakoľko žiaden investor sa mu nemôže vyhnúť. Pre meranie absolútnej výšky rizika sa používajú základné štatistické charakteristiky, predovšetkým smerodatná odchýlka a rozptyl. Miera rizika je potom veľkosť rozptylu očakávaných výnosov (respektíve smerodatnej odchýlky týchto výnosov).

V zásade existujú dva typy členení rizík:

- členenie na riziko obchodné a finančné, využívané pri zostavení rizikovej prirážky v rámci diskontnej miery podľa jednotlivých dielčích rizík,
- členenie na riziko systematické a nesystematické, využívané vo vzťahu k účelu, pre ktorý má dané ocenenie a tým aj diskontná miera slúžiť (Mařík, 2018, s. 58).

Obchodné aj finančné riziká sú s podnikateľskou činnosťou primárne spojené. Riziko je v tomto kontexte chápané ako dôsledok nejednoznačnosti budúceho vývoja výnosov hospodárskej činnosti, skrátene výsledku hospodárenia.

Obchodné riziko je dané variabilitou výnosov, ktorá je spôsobená predovšetkým premenlivosťou predaja (ktorú je možné merať pomocou variability čistých tržieb) a úrovňou fixných prevádzkových nákladov. Príčiny jeho vzniku sú úzko späté s prevádzkou podniku, investíciami, inováciami ale aj s okolnosťami, ktoré sú na činnosti podniku nezávislé, napr. nesplnenie záväzkov obchodným partnerom. Finančné riziko na druhej strane závisí na veľkosti fixných finančných nákladov. Jedná sa o výnosy z používania takých foriem financovania, ktoré si vynucujú fixné platby (Mařík, 2018, s. 61 – 62). Finančné riziko vzniká najčastejšie z dôvodu medzinárodných operácií s hmotným tovarom, nesplnenia záväzku obchodným partnerom, z dôvodu premenlivosti vývoja kurzu jednotlivých mien alebo z dôvodu zmeny úrokových sadzieb.

Členenie rizík na systematické a nesystematické je v zásade na základe toho, či je riziko možné potlačiť prostredníctvom diverzifikácie investičného portfólia. Systematické (tržné) riziká vyplývajú z celkového vývoja ekonomiky na makroekonomickej úrovni a nie sú diverzifikovateľné, nakoľko sú ohrozené všetky investície rovnako. Za najzásadnejšie považujeme riziko zmeny úrokových sadzieb, inflačné a tržné riziko. Čiastočnú diverzifikáciu je možné urobiť prostredníctvom zahraničných investícií alebo oddelením časti portfólia do nefinančných investícií. Nesystematické riziko je jedinečné a vyplýva priamo z činnosti

a hospodárenia podniku. Toto riziko je možné diverzifikovať prostredníctvom rôznorodého investičného portfólia (Kislingerová, 2001, s. 106 – 107). Výhodu diverzifikovateľnosti investičného portfólia potvrdil už v roku 1950 Harry Markowitz z Univesity of Chicago, ktorý tvrdí, že v prípade ak hodnota cenných papierov pohybuje v rôznych smeroch v rámci investičného portfólia, investor podstupuje nižšie riziko ako pri investícií do jednotlivej akcie (Damodaran, 2011, s. 20).

2.3 Diskontná miera

Diskontná miera má v odbornej terminológii dva významy. Prvý predstavuje sadzbu, za ktorú poskytuje centrálna banka krátkodobé finančné prostriedky komerčným bankám. Druhý význam je úprava budúcich peňažných tokov tak, aby odrážali faktor času a rizika, prostredníctvom procesu diskontovania. Diskontná miera vyjadruje mieru návratnosti, použitú pri konverzii budúcej peňažnej čiastky na súčasnú (Hitchner, 2011, s. 20). Aby bolo možné zistiť súčasnú hodnotu budúcich peňažných tokov je nutné hodnotu týchto peňazí diskontovať (doúročiť) ku dňu rozhodnému pre ocenenie (Zima, 2016, s. 110). Diskontná sadzba použitá pri diskontovaní, vyjadruje mieru očakávanej reálnej návratnosti peňažných prostriedkov, očakávanej inflácie a prémie za neistotu spojenú s peňažnými tokmi (Damodaran, 2011, s. 14-15). Základným postupom pri stanovení diskontnej sadzby by malo byť porovnanie s alternatívnou investíciou, ktorej výnosnosť by bola ekvivalentná k výnosnosti do oceňovaného podniku. Ekvivalentnosť spočíva predovšetkým v zrovnateľnej volatilitate budúcich výnosov, zrovnateľnej likvidnosti a dobe, počas ktorej budú peniaze investované (Mařík, 2018, s. 66). Vďaka takto zistenej diskontnej sadzbe je možné určiť tzv. oportunitné náklady, inak nazývané aj náklady ušlej príležitosti, ktoré predstavujú náklady druhej najlepšej príležitosti, ktorá nebola využitá na investíciu.

2.3.1 Diskontná miera a riziko

V praxi je však veľmi náročné, ba až nemožné, nájsť investíciu, ktorá by mala všetky parametre zrovnateľnej investície. Preto sa stanovenie diskontnej miery často odvíja od jej úmernosti výnosov vo vzťahu k riziku.

Na trhu je tiež možnosť tzv. bezrizikového (*risk-free rate*) investovania prostredníctvom nákupu štátnych dlhopisov (*default-free zero coupon bond*) a štátnych pokladničných poukázok s garantovaným budúcim cash flow (Fetisová a kol, 2016, s. 12). Investície však ani v tomto prípade nie sú od rizika úplne očistené, nakoľko v sebe nesú riziko zlyhania danej

krajiny, pričom je potrebné brať do úvahy aj menu, v ktorej bude investícia do dlhodobého dlhopisu či krátkodobej štátnej pokladničnej poukážky realizovaná. Pri každej z týchto investícií, resp. pri ich porovnávaní je znova potrebné vziať do úvahy čas a zosúladiť časový horizont diskontovaných peňažných tokov a podkladového aktíva. Ak podnik vyhodnocuje dlhodobú investíciu, mal by použiť výnosy z dlhopisov splatných v priebehu 10-15 rokov (CFO s. r. o. © 2015). Mierne vyššie riziko predstavujú investície do korporátnych dlhopisov, kde cash flow predstavujú vyplácané kupóny. Tieto investície však nesú tzv. default risk, teda riziko nesplatenia záväzku, ktoré sa pripočítava k bezrizikovej úrokovej sadzbe a je určované ratingom od ratingových agentúr (Vozár, 2012, s. 24).

Okrem bezrizikovej úrokovej miery, ktorá je odmenou za odklad spotreby v čase, sú východiskom kalkulovanej diskontnej miery pri ocenení rizika aj:

- riziková prirážka k „bezrizikovej úrokovej miere“,
- použitie istotne ekvivalencie výnosov (Mařík, 2018, s. 66).

Pri bezrizikovej úrokovej miere (r_f) sú očakávané príjmy následne upravené o úroveň zodpovedajúcu miere rizika. Druhou možnosťou je upraviť očakávanú výnosovú mieru len na jej bezrizikovú časť a následne vylúčiť riziko z očakávaných príjmov. Dôležité je v tomto smere dodržať pravidlo ekvivalencie úrokovej miery, ktorá má byť zaťažená rovnakým rizikom, ako príjmy (Mařík, 2018, s. 67 - 68).

3 POSTUP PŘI OCEŇOVANÍ PODNIKU

V praxi je prvním krokem při ocenění podniku vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Následně se specifikují cíle ocenění, definice zadání a určí tým, který se na oceňování podieľa. Ďalším postupom je zhromažďovanie dát, ktoré popisujú nie len detailné dianie v podniku ale aj mimo neho. Jedná sa o prieskum mikro a makro prostredia, do ktorého podnik patrí. Tento prieskum z väčšej časti spracovávajú asistenti v danom oceňovacom tíme. Po ukončení prieskumu dochádza k analýze jednotlivých dát prostredníctvom spracovania strategickkej a finančnej analýzy. Po spracovaní analytickej časti prichádza na rad výber metód ocenenia, pričom v praxi býva podnik ocenený viacerými metódami a na záver sa vykoná ich porovnanie prostredníctvom záverečného ocenenia. Zvolený model ocenenia sa aplikuje na podnik v závislosti od účelu ocenenia, ktorý bol stanovený na začiatku oceňovacieho procesu. Po aplikácii nasleduje analýza a syntéza výsledku a príprava záverečného výroku manažérom, prípadne seniorom v danom tíme. Finálny výrok o tržnej hodnote podniku k dátumu ocenenia zväčša prechádza niekoľkými kontrolami, pred tým, ako je odovzdaný klientovi, pričom dochádza k jeho prezentácii manažérom v danom tíme.

3.1 Zber vstupných dát

Východiskom pre určenie účelu ocenenia a stanovenia bázy hodnoty je zhromaždenie a následná analýza vstupných dát. Vstupné dáta by mali obsahovať základné informácie o podniku, vymezenie relevantného trhu jeho konkurenčnú štruktúru, popis štruktúry odbytu a marketingu, informácie o výrobe, zamestnancoch či dodávateľoch (Mařík, 2018, s. 72). Tiež by nemali chýbať interné ekonomické dáta poskytované samotnou spoločnosťou, ako sú účtovné výkazy, výročné správy, správy audítorov a v prípade, že existujú aj podnikové plány. V tejto súvislosti sú pre oceňovateľa prínosné aj externé ekonomické dáta v podobe správ ministerstiev, štátnych či iných verejných inštitúcií. Aby si oceňovateľ vedel urobiť predstavu o spoločnosti, odporúča sa pred samotným začatím zberu dát stretnúť s manažérmi, či samotnými vlastníkmi podniku, prípadne vykonať návštevu jednotlivých prevádzok. Je tak možné utvoriť si reálnejšiu predstavu o ďalšej spolupráci aj o chode spoločnosti.

3.2 Strategická analýza

Stratégia pre podnik predstavuje budúcu činnosť, prostredníctvom ktorej chce podnik dosiahnuť dlhodobé ciele, ktoré si stanovil. Jej prostredníctvom si podnik vytvára niekoľko

scenárov budúceho vývoja a vie si pripraviť reakcie na jednotlivé varianty. Pred formulovaním stratégie by mali byť uskutočnené strategické analýzy vnútorného a vonkajšieho prostredia, zamerané na podstatné javy ovplyvňujúce strategické rozhodovanie (Keřkovský, 2006, s. 8). Podnik preto musí zvoliť systematický prístup pre identifikáciu potenciálu vnútorného a vonkajšieho okolia, ktoré je s ním spojené. Okolie podniku predstavuje jeho konkurencia a schopnosť jej čeliť, makro okolie a v závere samotný potenciál podniku. Cieľom funkčnej strategickkej analýzy pri oceňovaní podniku je však najmä vymedziť celkový výnosový potenciál podniku. Výnosový potenciál podniku je priamo závislý na zísaní konkurenčnej výhody, ktorá spočíva v interakcii medzi podnikom a jeho okolím (Sedláčková a Buchta, 2006, s. 8). Strategická analýza má preto z pohľadu oceňovania obsahovať minimálne identifikáciu perspektívy podniku z dlhodobého hľadiska, determináciu vývoja trhu, konkurencie a z toho plynúci vývoj podnikových tržieb a vymedzenie rizík, ktoré sú s podnikom spojené. Postup spracovania takejto analýzy by mal pozostávať z vymedzenia relevantného trhu, analýzy konkurencie a vnútorného potenciálu podniku a z finálnej prognózy tržieb oceňovaného podniku (Mařík, 2018, s. 75 - 76).

3.2.1 Analýza a prognóza relevantného trhu

Analýza a prognóza relevantného trhu patria v strategickkej analýze do časti analýzy vonkajšieho potenciálu. Vymedzenie relevantného trhu býva v praxi často obtiažne, najmä v prípade, ak je na trhu množstvo blízkych substitútov. V prípade strategickkej analýzy pre účely oceňovania by mal byť relevantný trh jednoznačne vymedzený z hľadiska vecného, t. j. v jednotkách, v ktorých sa plánujú výrobky a služby, z hľadiska územia, zákazníkov a konkurentov (Mařík, 2018, s. 77). Znalci tiež odporúčajú, v prípade ak má spoločnosť viac predmetov činnosti, určiť si ich významnosť. Pri veľkom množstve dielčích trhov je potrebné, aby znalec zvažil prínosy informácií o týchto trhoch pre kvalitu posudku v porovnaní s nutne vynaloženými nákladmi na ich získanie. Skúmanie každého trhu osobitne by vyžadovalo vypracovanie viacerých strategických analýz, čo môže byť časovo aj finančne náročné. Znalci však upozorňujú, aby pri vypracovaní ocenenia nedochádzalo k prílišnej agregácii dielčích trhov z dôvodu možnosti skreslenia vývoja trhu v minulosti, čo by malo negatívny dopad na predikciu do budúcnosti.

Po určení relevantného trhu musí byť pre potreby spracovania strategickkej analýzy možné získať základné dáta o tomto trhu. Je totiž potrebné stanoviť faktory, ktoré pôsobia na relevantný trh a na podnikanie. Po ich identifikácii je nutné vyjadriť ich vplyv na budúci vývoj

trhu v rámci časovej rady. Výsledkom tohto postupu je dlhodobá prognóza príslušného trhu, opierajúca sa o faktory, ktoré je z hľadiska podniku možné predpovedať (Zima, 2016, s. 103).

3.2.2 Analýza konkurenčnej sily a vnútorného potenciálu podniku

Prostredníctvom analýzy konkurenčnej sily je v strategickej analýze odhadovaný budúci vývoj podielu podniku na trhu. Táto informácia je dôležitá pre externé subjekty aj vlastníkov, nakoľko s jej pomocou je možné odhadnúť budúcu schopnosť podniku generovať tržby prostredníctvom zvýšenia objemu predaja či rastu cien. Pri analýze konkurenčnej sily sa oceňovateľ dozvie množstvo užitočných informácií napríklad o doterajšom podiele podniku na trhu, konkurentoch, hlavných faktoroch konkurenčných síl a vnútornom potenciály podniku (Mařík, 2018, s. 94). Výsledkom je projekcia budúcich podielov na jednotlivých trhoch pre prvú fázu a následne stabilizovaného podielu pre druhú fázu (Zima, 2016, s. 103). Pre vykonanie analýzy konkurenčnej sily sa v praxi používa Porterova analýza 5 síl alebo časť SWOT analýzy zameranú na silné a slabé stránky podniku. Porterova analýza pracuje s piatimi prvkami a jej podstatou je odhad možné správania subjektov a objektov, pôsobiacich na danom trhu (ManagementMania.com © 2011 - 2016). S analýzou konkurenčnej sily úzko súvisí vnútorný potenciál, ktorý vyjadruje do akej miery je podnik schopný využiť šance, ktoré mu plynú z rozvoja trhu, ako je vnútornej pripravený čeliť konkurenciám a možným hrozbám. Výsledky analýzy vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily by mali byť zobrazené do posúdenia perspektívnosti podniku, odhadu vývoja tržného podielu podniku a diskontnej miery alebo iných aspektov ocenenia, ktoré zachytávajú riziko podniku. Po vykonaní vyššie uvedeného postupu a z výsledkov analýzy časových rád tržieb za minulosť, by znalec mal byť schopný odvodiť závery k perspektívnosti podniku a prognózy tržieb (Mařík, 2018, s. 97-112).

3.3 Finančná analýza

Finančná analýza je pre manažérov jedným z najdôležitejších strategických a operatívnych nástrojov riadenia. Podkladom pre jej zostavenie je účtovná závierka, ktorá obsahuje výkaz ziskov a strát, súvaha, poznámok a prehľad peňažných tokov (Cash flow). Účtovná závierka obsahuje historické údaje, na základe ktorých bude následne projektovaný budúci vývoj podniku (Zima, 2016, s. 103). Finančná analýza slúži tiež ku komplexnému zhodnoteniu finančnej situácie podniku, jeho ziskovosti, kapitálovej štruktúre, efektívnosti v oblasti

riadenia aktív a k zisteniu mnohých iných informácií (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 17). Vďaka týmto informáciám je možné posúdiť finančné zdravie podniku k okamžiku ocenenia, pričom slúži ako východisko pre predikciu a posúdenie prevádzkového a finančného rizika. Týmto spôsobom znalec získa niektoré podklady pre stanovenie kapitalizačnej alebo diskontnej miery pri prepočte tržnej hodnoty podniku (Kislingerová, 2001, s. 39). Informácia o finančnom zdraví podniku poskytuje však podklad najmä pre zostavenie finančného plánu, ktorý bude rozoberaný v ďalších častiach práce. Postup spracovania finančnej analýzy je nasledovný:

- analýza základných účtovných výkazov,
- výpočet pomerových ukazovateľov za analyzovaný podnik,
- porovnanie podnikových ukazovateľov s priemernými ukazovateľmi za príslušné odvetvie, v ktorom podnik pôsobí,
- sledovanie vývoja podnikových ukazovateľov v čase,
- analýza vzájomných vzťahov medzi pomerovými ukazovateľmi,
- zhodnotenie celkovej finančnej situácie prostredníctvom súhrnných ukazovateľov. (Jakubec, Kradoš, 2016, s. 45; Mařík, 2018, s. 117 - 141).

Finančná analýza bude v praktickej časti vykonaná prostredníctvom štandardných postupov uvedených v odbornej literatúre.

3.3.1 Analýza účtovných výkazov

Prvým a základným výkazom z tri bilančného systému výkazníctva je súvaha, ktorá poskytuje informácie o majetku (aktívach) a zdrojoch jeho krytia (pasívach). Pri aktívach je pre finančnú analýzu podstatná ich premena na peňažné prostriedky, podľa čoho sa delia na fixné aktíva (dlhodobé, stále) a obežné aktíva (krátkodobé). Pasíva sú zložené z vlastného kapitálu a cudzích zdrojov (Jakubec, Kradoš, 2016, s. 39). Pri oceňovaní je dôležité posúdiť hlavne vývoj za viac období a zrovnanie s podobnými podnikmi. Znalec by sa mal tiež zamerať na samotnú štruktúru aktív a pasív s dôrazom na primeranú veľkosť jednotlivých položiek a relácie medzi zložkami aktív a pasív, napríklad veľkosť dlhodobého majetku v pomere s dlhodobými pasívami (Mařík, 2018, s. 117).

Výkaz ziskov a strát informuje o dosiahnutom výsledku hospodárenia, zachytáva vzťah medzi nákladmi a výnosmi. Výnosy môžeme definovať ako peňažné čiastky, ktoré podnik získal zo všetkých činností bez ohľadu na ich inkaso. Náklady predstavujú peňažné čiastky, aj keď k ich zaplateniu nemuselo dôjsť (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 37). Kritérium

pre skúmanie z hľadiska oceňovania je v tomto prípade podiel jednotlivých položiek na celkových tržbách v porovnaní s inými podnikmi na trhu a vývoj podielu jednotlivých položiek vo vzťahu k výsledku hospodárenia (Mařík, 2018, s. 119).

Prehľad peňažných tokov poskytuje informácie o zmene stavu peňažných prostriedkov a dôvody, ktoré viedli k ich prírastkom a úbytkom podľa zvolených kritérií. Jeho členenie pozostáva z bežnej (prevádzkovej) činnosti, investičnej oblasti a oblasti externého financovania, avšak jeho štruktúra nie je striktno stanovená a podnik si ju môže prispôbiť podľa svojich potrieb. Prehľad peňažných tokov môže byť stanovený priamou metódou (rozdiel príjmov a výdajov) alebo nepriamou metódou, ktorej podklad je výsledok hospodárenia upravený o rozdiely medzi nákladmi a výdajmi a medzi výnosmi a príjmami (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 48 - 50).

3.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Pomerové ukazovatele sa vyskytujú v praxi najbežnejšie, nakoľko sú najvhodnejšie na deskripciu finančnej situácie podniku a umožňujú porovnávať podnik s inými v príslušnom obore. Jednotlivé vzorce pre výpočet pomerových ukazovateľov sú uvedené v Prílohe P I.

Ukazovatele aktivity

Vyjadrujú efektívnosť hospodárenia podniku s jeho majetkom. Ukazovatele aktivity slúžia na posúdenie doby obratu a obrátkovosti jednotlivých zložiek majetku (Festinová, 2016, s. 157). Rozbor ukazovateľov aktivity tiež odpovedá na otázku aké má hospodárenie s majetkom podniku vplyv na výnosnosť a likviditu (Mařík, 2018, s. 126).

Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti kvantifikujú výšku rizika, ktorému podnik podlieha pri svojej kapitálovej štruktúre. Jedná sa o mieru použitia vlastného a cudzieho kapitálu pri financovaní podnikových aktivít (Jakubec, Kradoš, 2016, s. 48). Pri finančnej je na zadlženosť nahliadané z pohľadu rizika v súvislosti so schopnosťou podniku splácať svoje záväzky. Naproti tomu je cudzí kapitál pre podnik výhodnejší ako vlastný, nakoľko úroky znižujúce daňové zaťaženie, pôsobia ako daňový náklad prostredníctvom zníženia výsledku hospodárenia (tzv. daňový štít) (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 85).

Ukazovatele rentability

Táto skupina ukazovateľov informuje o výnosnosti podniku a jeho schopnosti tvoriť zisk. Vyjadrujú pomer konečného výsledku hospodárenia k celkovým aktívam, kapitálu alebo tržbám (Vochozka, 2011, s. 22). Do úrovne týchto ukazovateľov sa premietajú všetky výsledky ukazovateľov likvidity, aktivity a zadlženosti a z dlhodobého pohľadu existuje medzi nimi vzájomná väzba. Medzi základné ukazovatele patrí rentabilita celkového kapitálu, rentabilita aktív, rentabilita vlastného imania a rentabilita tržieb (Festinová, 2016, s. 157).

Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity vyjadrujú schopnosť podniku uhrádzať svoje záväzky. V čitateli sú dosadené majetkové zložky s rôznou dobou likvidnosti, pričom menovateľ vyjadruje to, čo je potrebné prostredníctvom týchto zložiek uhradiť. Základné ukazovatele pracujú s položkami obežných aktív a krátkodobých cudzích zdrojov (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 91). Z hľadiska oceňovania je odporúčané do krátkodobého cudzieho kapitálu započítať aj časť dlhodobých rezerv, ktorá má byť v priebehu roka vyčerpaná a dlhodobého cudzieho kapitálu, ktorý v danom roku vyvolá platby (Mařík, 2018, s. 124).

Ukazovatele aktivity

Prostredníctvom ukazovateľov aktivity podnik kvantifikuje účinnosť využívania svojho majetku. V prípade neefektívneho využitia viaže totiž majetok nadpriemerné náklady spojené s jeho ochranou a udržiavaním. Opakom je situácia, kedy má podnik majetku málo. Nedorozhodok majetku, napríklad v spojitosti so zásobami, môže spôsobiť nízky objem výroby a tým aj stratu potencionálne dosiahnuteľných tržieb. Medzi základné ukazovatele tejto oblasti patria doby obratu zásob, pohľadávok, záväzkov, vlastného kapitálu, celkového kapitálu a obrat aktív. Pri finančnej analýze nie sú však tieto ukazovatele posudzované samostatne, ale je skúmaná ich previazanosť na výnosnosť a likviditu podniku (Jakubec, Kardoš, 2016, s. 48).

3.3.3 Analýza rozdielových ukazovateľov

Medzi rozdielové ukazovatele patria v rámci finančnej analýzy najmä čistý pracovný kapitál (ČPK) a čisté pohotovostné prostriedky (ČPP), pričom oba sa primárne sústreďujú na likviditu podniku. Čistý pracovný kapitál predstavuje rozdiel medzi obežným majetkom podniku a krátkodobými cudzími zdrojmi. Tá časť obežného majetku, ktorá zostane po odpočte, predstavuje nevyhnutnú mieru likvidity, potrebnú k zaisteniu plynulosti hospodárskej činnosti, avšak prílišná veľkosť môže na druhej strane prekážať ziskovosť. Jej financovanie je späté

s vlastným a dlhodobým cudzím kapitálom (Vochozka, 2011, s. 21). ČPP určujú okamžitú likviditu práve splatných krátkodobých záväzkov. Podnik ju určí rozdielom pohotových peňažných prostriedkov a okamžite splatných záväzkov. V prípade, že do peňažných prostriedkov zahrnieme hotovosť a zostatok na bežnom účte, vyjadruje ČPP najvyšší stupeň likvidity (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 84).

3.3.4 Analýza súhrnných ukazovateľov

Súhrnné ukazovatele sú výsledky finančnej analýzy a vyjadrujú celkové zhodnotenie finančnej situácie podniku. V literatúre bývajú často označované ako bankrotné alebo bonitné modely, nakoľko pomáhajú pri identifikácii silných a slabých miest, významných činiteľov ovplyvňujúcich stav hospodárenia v podniku a poskytujú odporúčenia aj do budúcnosti. Medzi najznámejšie a najčastejšie používané patrí Altmanov model (Z-skóre) a Index IN. (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 131 - 132).

3.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

V podniku sa spravidla nachádzajú rôzne aktíva, no len niektoré z nich sú potrebné pre vykonávanie podnikateľskej činnosti. Tento typ aktív sa označuje ako prevádzkovo potrebné (operatívne), pričom podnik do týchto aktív zahŕňa spravidla aj primerané kapacitné rezervy. Ostatné aktíva sú označované ako nepotrebné (neoperatívne) a pre oceňovanie je vhodné ich oceňovať samostatne, nakoľko je možné ich predáť, prenajať, zlikvidovať, prípadne účelne prenajať (Jakubec, Kradoš, 2016, s. 127).

S rozčlenením aktív by následne malo súvisieť aj vyčlenenie výnosov a nákladov, ktoré k týmto nepotrebnými aktívam prináležia. Základné charakteristiky prevádzkovo nepotrebného majetku sú, že z neho neplývú žiadne, prípadne len malé príjmy, aktíva sa neviažu s prevádzkou, alebo sú spojené s iným rizikom ako je to, ktoré plynie z hlavnej činnosti. Medzi najčastejšie neoperatívne aktíva patrí:

- krátkodobý finančný majetok, predovšetkým CP, ktoré v podniku vystupujú skôr ako rezerva,
- peňažné prostriedky v neúmernej výške vo väčšom rozsahu, ako je potrebné pre chod podnikania,
- dlhodobý finančný majetok, obsahujúci predovšetkým dlhodobé akcie, ktoré negenerujú dividendy, v prípade iný dlhodobý finančný majetok, ktorý nemá portfóliový charakter,

- pohľadávky, nesúvisiace s hlavnou činnosťou,
- nehnuteľnosti, zásoby a majetok, ktoré neslúžia k základnému účelu podnikania, prípadne sú prevádzkovo málo využité (Maříková, 2005, s. 26 - 29).

3.5 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Generátory hodnoty predstavujú súbor niekoľkých základných podnikohospodárskych veličín, ktoré vo svojom súhrne určujú hodnotu podniku. Medzi najznámejšie z nich patrí rast tržieb, analýza ziskovej marže a investičná činnosť podniku. Pri týchto veličinách je totiž predpoklad budúcej tvorby voľných peňažných prostriedkov a tým následné podieľanie sa na tvorbe hodnoty podniku (Mařík, 2018, s. 150).

3.5.1 Tržby

Projekcia budúcich tržieb by mala byť výsledkom strategickej analýzy. Táto prognóza môže byť korigovaná kapacitnými možnosťami podniku rovnako, ako jeho finančným zdravím. Tržby sú pri oceňovaní jedným z najpodstatnejších prvkov a ich predikcií je potrebné venovať zvýšenú pozornosť. Z toho dôvodu je dôležité ich plánovaný odhad vykonať dôkladne. Prostriedkom je analýza vnútorného potenciálu, uvádzajúca primerané kapacity a tiež finančný plán, ktorý zodpovedá otázku, čo je podnik schopný financovať (Samonas, 2015, s. 121).

3.5.2 Prevádzková zisková marža

Ukazovateľ ziskovej marže je v praxi často používaný, pričom v podmienkach Slovenskej republiky je označovaný skôr ako rentabilita tržieb. Jej výpočet je založený na podiely výsledku hospodárenia a tržieb. Prevádzková marža je vypočítaná ako rozdiel medzi tržbami a prevádzkovými nákladmi pripadajúcimi na 1 € tržieb. Výpočtom tohto ukazovateľa spoločnosť hodnotí svoju prevádzkovú efektívnosť (finweb.hnoline.sk © 2011 - 2019). Zlúčením týchto ukazovateľov vzniká prevádzková zisková marža, kde je namiesto klasického VH použitý korigovaný prevádzkový VH, väčšinou pred zdanením a pred odpočtom odpisov.

Pri prognóze položiek ziskovej marže bývajú ako základ použité budúce odhadované tržby, ktoré vychádzajú z vývoja ziskovej marže v minulosti (Petřík, 2009, s. 315 - 316).

3.5.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál představuje finančné prostriedky, ktoré je potrebné v podniku udržiavať pre zabezpečenie jeho prevádzky. Prostredníctvom uvedeného kapitálu ako generátora hodnoty sa oceňovateľ snaží zistiť náročnosť rastu podnikových výkonov. Pracovní kapitál ako generátor hodnoty musí byť upravený v dvoch krokoch. Prvým je, započítanie veličín len v rozsahu prevádzkovo potrebnom. Druhým krokom je, že namiesto odpočtu celého krátkodobého cudzieho kapitálu, je od obežných aktív odpočítaný len neúročený cudzí kapitál. V praxi to obvykle znamená, že sa odpočítavajú len krátkodobé záväzky bez bežných bankových úverov (Mařík, 2018, s. 158). Výpočet upraveného pracovného kapitálu je uvedený v prílohe P I.

3.6 Zostavenie finančného plánu

Zostavenie finančného plánu je jedna z činností, ktorú nie je vhodné pri ocenení podniku podceňovať. Mal by vychádzať z podnikového plánu a tiež zohľadňovať dlhodobé vízie a stratégiu podniku. Takto reálne zostavený, poskytuje odpoveď na možnosť existencie podniku v blízkej budúcnosti. Finančný plán ako podklad pre ocenenie, vychádza z upravených účtovných závierok (t. j. vyčlenených položiek, ktoré nie sú pre ocenenie prevádzkovej časti nevyhnutné) a býva založený na základe podrobnej analýzy generátorov hodnoty (Zima, 2016, s. 104). Tiež by mal zahŕňať niekoľko vzájomne prepojených plánov. Pojednáva o pláne predaja, produkcie, kapacít výroby, pracovných síl, prevádzkového výsledku hospodárenia či prevádzkového peňažného toku (Mařík, 2018, s. 175).

V súvislosti s metódou oceňovania DCF je potrebné pri zostavení finančného plánu nezohľadňovať príjmy a výdaje, týkajúce sa prevádzkovo nepotrebného majetku, teda majetku, ktorý nie je potrebný pre hlavnú podnikateľskú činnosť. Dĺžka obdobia finančného plánu sa podľa názorov autorov líši, pričom v prípade prierezu rokov, je možné uviesť, že sa jedná približne o 5 ročný horizont (Zima, 2016, s. 105).

4 OCENENIE NA ZÁKLADE ANALÝZY VÝNOSOV

Už samotný názov tejto metódy evokuje, že jej hlavnou podstatou budú výnosy. V prvopočiatku musí však dôjsť k investovaniu. Samotná investícia je chápaná ako výmena zdrojov za očakávaný budúci prospech či úžitok, ktorého parametre závisia väčšinou na samotnom investorovi. Základom však je, že investor by sa mal pri investícií správať racionálne a zvažovať investičné činitele, ktorými sú likvidita, riziko a súčasná hodnota. Tieto činitele ovplyvňujú každé investičné rozhodnutie a je už na samotnom investorovi, či preferuje výnos pred rizikom, alebo si zvolí vyššiu likviditu aj za cenu nižšieho výnosu.

V kontexte investície následne prichádza analýza výnosov, ktoré z nej majú byť dosiahnuté. Ocenenie na základe analýzy výnosov je v podnikateľskej brandži najrozšírenejšie, nakoľko dokáže najspôhlivejšie reflektovať potreby investorov. Je tomu tak z dôvodu, že investor v skutočnosti nekupuje resp. neinvestuje do podniku samotného, ale vkladá svoje prostriedky do budúceho toku výnosov, ktorý mu z investície má plynúť (Kubica, 2016, s. 133). Úžitky v podobe výnosu môžu mať pre podnik rôznu podobu napr. dividendy, zisk, ekonomickú pridanú hodnotu či voľné peňažné toky. Hodnota budúcich úžitkov je pomocou diskontovania alebo kapitalizácie prepočítaná na hodnotu k dátumu ocenenia, tzv. súčasnú hodnotu. Problémom však býva určenie samotnej diskontnej miery, ktorú môže tvoriť reálna úroková miera, priemerné kapitálové náklady, alebo požadovaná výnosnosť (Nývtová, Marinič, 2010, s. 183).

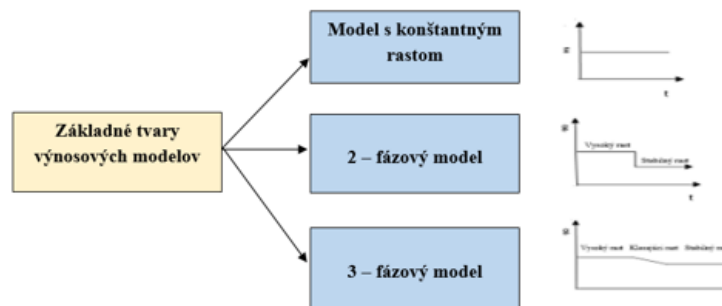
Modely výnosových metód diskontujúcich budúce úžitky môžeme členiť podľa budúceho úžitku na:

- voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov (Free Cash flow to the Firm – FCFF),
- voľný peňažný tok pre vlastníkov (Free Cash flow to the Equity – FCFE),
- kapitalizovaný čistý výnos,
- peňažný tok vo forme dividend,
- ekonomická pridaná hodnota (EVA),
- CF ROI (Cash flow return on investment), (Jakubec, Kradoš, 2016, s. 126).

4.1.1 Základné tvary výnosových modelov oceňovania

Pri použití výnosových metód musí byť splnený predpoklad nekonečného trvania podniku, k čomu je kľúčovým faktorom udržateľná miera rastu podniku, označovaná ako g . Výsled-

kom tejto skutočnosti je, že znalec musí od určitého okamžiku plánovať výnosy v konštantnej výške a v dlhom časovom horizonte. To pri kladných úrokových sadzbách prostredníctvom diskontovania konverguje k nule. Vďaka využitiu perpetuity je následne rastový potenciál do výpočtov zahrnutý prostredníctvom úpravy diskontnej sadzby. (Zima, 2016, 56). Možné tvary výnosových modelov zobrazuje nasledovný obrázok č. 2



Obrázok 2 Základné tvary výnosových modelov

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa (Kislingerová, 2001, s. 167-168, Kubica, 2016, s. 135-137)

Model s konštantným rastom je základný model, tiež známy ako Gordonov model stabilného rastu. Jeho podstatou je, že hodnota podniku (H) je tvorená konštantnou výškou výnosov v prvom roku, počas celej doby existencie podniku (diskontovaná sadzbou i). Trvalý, resp. nekonečný rast, je vo vzorci znázornený pomocou parametru g a do výslednej hodnoty sa premieta kompenzáciou diskontnej miery (má kladný dopad na jednotlivé výnosy (Kubica, 2016, s. 135).

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t}$$

Gordonov model je síce základný, no najpoužívanejším modelom je dvojfázový model, ktorý odstraňuje niektoré nedostatky predošlého. Dvojfázové modely uvažujú vo svojej prvej fáze o dynamickejšom raste a v nasledujúcej o stabilnom raste. Prvá fáza predstavuje obdobie, za ktoré je znalcom vypracovaná prognóza budúceho rastu pre jednotlivé roky. Na jej dĺžku pôsobí charakter podniku, konkurenčná pozícia podniku a dĺžka výrobného cyklu. V druhej fáze je vypočítaná pokračujúca hodnota (PH), ktorá je definovaná ako súčasná hodnota očakávaných peňažných tokov od konca prvej fáze do nekonečna, prepočítaná k dátumu ukončenia prvej fáze. Na odhad pokračujúcej hodnoty je potrebné stabilizovať základné parametre, o ktorej sa výpočet PH opiera. Ďalej je potrebné, aby bol rast podniku konštantný a

miera investícií a výnosnosť stabilná. Hodnota podniku je následne daná súčtom oboch fáz (Kubica, 2016, s. 136).

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

Trojfázový model vyžaduje viac vstupných údajov, avšak je charakteristický detailnejším členením budúcnosti. Je vhodný pre spoločnosti s vysokou mierou rastu, kde existuje predpoklad, že po období poklesu si zachovávajú stabilnú mieru rastu (Mařík, 2018, s. 235). Výpočet tohto modelu je znázornený nasledovne:

$$H = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{výnos_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{výnos_t}{(1+i)^t} + \frac{PH}{(1+i)^{T_2}} \times \frac{1}{(1-g)}$$

Dĺžka období jednotlivých fáz dvojfázového modelu

Pre správne stanovenie hodnoty podniku je podľa viacerých autorov potrebné správne stanovenie dĺžky obdobia prvej fázy, počas ktorej dochádza k prognóze budúcich peňažných tokov, najčastejšie prostredníctvom detailnejšieho finančného plánu. Niektorí autori publikácií uvádzajú vhodnú dĺžku prvej fázy v rozmedzí 3 až 10 rokov iní, najmä európski autori uvádzajú obdobie 3 až 5, prípadne 5 až 7 rokov (Mařík, 2018, s. 208). Zmyslom stanovenia primeranej dĺžky prvej fázy je najmä určenie obdobia na konci ktorého je možné v podniku predpokladať stabilitu obchodov, investícií a tempa rastu, ktorá je následne podkladom pre stanovenie pokračujúcej hodnoty (Kubica, 2016, s. 136). Napriek tomu, že sa autori jednoznačne nezhodujú na dĺžke obdobia prvej fázy, uvádzajú niekoľko faktorov a vodítok, ako dĺžku prvej fázy čo možno najpresnejšie odhadnúť. Sú to:

1. tvorba hodnoty – dĺžka prvej fázy je stanovená v závislosti na období, počas ktorého sa predpokladá, že podnik je schopný tvoriť novú hodnotu, teda zabezpečiť, aby bola dosiahnutá rentabilita vyššia, ako sú vynaložené náklady na kapitál,
2. fáza životného – dĺžka prvej fázy je závislá na životnom cykle podniku, ktorom sa aktuálne nachádza,
3. fáza cyklu konjunktúry – vyskytujúca sa najmä v odvetviach charakteristických inováciami a rýchlymi technologickými zmenami, pričom v tomto prípade sa odporúča prvú fázu stanoviť ako dĺžku konjunktúrneho cyklu,

4. rovnováha – dĺžka prvej fázy by mala byť taká, aby podnik po jej uplynutí dosiahol určitého stavu rovnováhy, čiže stabilnej rentability investovaného kapitálu, rentability nových investícií či rast tržieb stabilným tempom,
5. dĺžka podnikových plánov (Mařík, 2018, s. 208 – 209).

Pri výpočte PH v súvislosti s diskontovanými peňažnými príjmami je následne možné postupovať v zásade dvomi spôsobmi. Prvým, je určenie tak dlhého prognózovaného obdobia (napr. viac ako 50 rokov), pričom v tomto prípade už bude PH zanedbateľná a druhým je použitie Gordonovho vzorca, prípadne parametrického vzorca.

Gordonov vzorec predpokladá dĺžku prvej fázy v rozmedzí 4 až 14 rokov, pričom v priebehu druhej fázy je už v podniku predpokladaný stabilný a trvalý rast FCFF. PH je tak vypočítaná ako súčasná hodnota tejto nekonečne rastúcej časovej rady peňažných tokov v druhej fáze. Základnou podmienkou platnosti je však vyššia výška kalkulovanej úrokovej miery v porovnaní s predpokladaným tempom rastu.

$$PH_G = \frac{výnos_{T+1}}{i-g}$$

T = posledný rok prognózovaného obdobia

i_k = priemerné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková miera

g = predpokladané tempo rastu voľného peňažného toku v priebehu celej druhej fázy

$výnos_{T+1}$ = predstavuje FCFF pre prvý rok, kedy už nie je k dispozícii plán

Parametrický vzorec je založený na dvoch základných faktoroch, ktorými sú tempo rastu korigovaného prevádzkového VH (KPVH) a očakávanej rentability nových čistých investícií (r). Rentabilitu investícií odvodzujeme v nadväznosti na rentabilitu investovaného kapitálu (Mařík, 2018, s. 215).

$$PH_{PV} = \frac{NOPAT (KPVH)_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{r}\right)}{i-g}$$

r = rentabilita čistých investícií (Prírastok prevádzkového zisku po daniach / Prírastok investovaného kapitálu v predchádzajúcom roku)

g/r = z dlhodobého hľadiska zodpovedá miere investícií ($m = \Delta \text{NOA} (\Delta \text{Investície netto}) / \text{NOPAT}$)

i = diskontná sadzba

4.2 Metódy diskontovaných peňažných tokov (DCF)

Modely DCF (Discounted Cash Flow) patria v súčasnosti k jedným z najpoužívanějších metód, čo súvisí najmä s príchodom zahraničných investorov. Ich podstatu tvorí zámer určiť vnútornú hodnotu firmy, vyjadrenú ako SH peňažných tokov, ktoré podnik očakáva v budúcnosti.

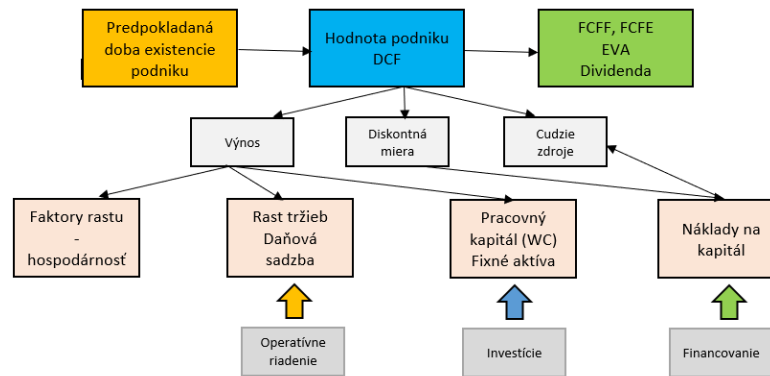
Aby mohol byť model DCF spoľahlivo interpretovaný, je potrebné dodržať nasledovné podmienky:

1. kapitálové trhy sú efektívne,
2. kapitálová štruktúra podniku je tvorená len vlastným imáním a dlhom,
3. uvažuje sa len o dani z príjmov,
4. z pohľadu princípu going concern podnik trvalo investuje vo výške odpisov (Kubica, 2016, s. 134).

V predošlej kapitole opisujúcej vplyv faktoru času, bola okrem SH rozoberaná aj tzv. NPV, ktorá bude spolu s vnútornou mierou výnosov, tzv. IRR (Internal rate of return), zohrávať pri aplikácii metód DCF dôležitú úlohu. IRR predstavuje mieru návratnosti investícií, pri ktorej sa NPV rovná nule. Prečo je však dôležité nájsť nulovú hodnotu NPV? Súvislosť je možné nájsť v nákladoch na kapitál, ktoré s investíciou prirodzene súvisia. Platí totiž, že čím viac budú náklady na kapitál rásť, tým nižšia bude hodnota investície a tým viac sa bude znižovať vnútorná miera návratnosti investície.

Z vyššie uvedené následne vyplýva, že ak je IRR vyššia ako náklady na kapitál, je pre podnik výhodné danú investíciu akceptovať (ACCA F9, 2017, s. 80 – 81). Hodnota podniku teda rastie, ak je $IRR > WACC$ a keď podnik dosahuje relatívne vysokého tempa rastu g (Kislingerová, 2001, s. 158).

Základné faktory ovplyvňujúce hodnotu podniku pri metóde DCF je možné najprehľadnejšie zobrazit' nasledovným spôsobom



Obrázok 3 Faktory ovplyvňujúce hodnotu podniku pri metóde DCF

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa (Kislingerová, 2001, s. 159)

Kislingerová (2001, s. 139) tak potvrdzuje, že najdôležitejšie pri použití výnosových metód je zodpovedať otázky, v akom tvare je budúci výnos (teda obsah budúceho CF), akým spôsobom bude diskont realizovaný (aká technika výpočtu bude použitá) a v akej výške bude stanovená diskontná miera.

Pri samotnej aplikácii metódy DCF je predpoklad, že podnik má výsledky strategickej, finančnej analýzy a zdôvodnený kompletný finančný plán. Následne dochádza k úpravám, ktoré plynú z potreby určiť náklady na kapitál, rozčleneniu majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný. Ďalším krokom už je výber samotnej metódy DCF, pričom známe sú tri základné techniky, ktoré sa primárne rozlišujú podľa toho, pre koho sú peňažné toky určené. Týmito základnými technikami sú metóda entity, equity a APV, ktoré budú bližšie predstavené v nasledujúcich kapitolách.

4.2.1 Diskontná miera pre modely ocenenia na báze DCF

Základom výnosového prístupu k odhadu hodnoty je, aký úžitok majetok prinesie, resp. koľko vygeneruje zisku, či CF v budúcnosti. Pri ocenení na základe analýzy výnosov je možné využiť niekoľko metód, pričom nosnou témou tejto práce je práve analýza výnosov prostredníctvom diskontovaných peňažných tokov.

Ako už bolo v predošlej kapitole uvedené, pred samotným ocenením podniku je potrebné vymedziť bázu hľadanej hodnoty, od ktorej sa odvíja aj stanovená diskontná miera. V zásade je možné diskontnú mieru kalkulovať týmito spôsobmi:

- a) pri tržnej hodnote je potrebné vychádzať z tržných dát a tomu prispôbiť aj metódy stanovenia diskontnej miery (najpoužívanejšia je metóda CAPM a stavebnicová metóda),

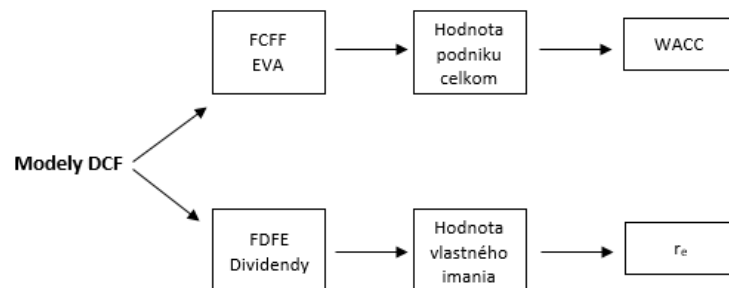
- b) pri investičnej hodnote tvorí primárne východisko konkrétna situácia daného investora, predovšetkým možnosť získania oportunitných výnosov,
- c) pre objektivizovanú hodnotu je odporúčaný taký odhad, ktorý by bol čo najviac podložený dostupnými dátami, alebo bude vychádzať zo všeobecne platných zvyklostí (napr. výnosnosť desať ročných štátnych dlhopisov a rizikovej prirážky) (Mařík, 2018, s. 69).

Nakoľko dôvod stanovenia hodnoty podniku objasnený v nasledujúcich kapitolách určuje, že hľadaná báza hodnoty bude predpokladať objektivizované ocenenie, je potrebné podľa tejto hodnoty aj modifikovať výnosy prostredníctvom všeobecných kritérií. V prípade oceňovaného podniku tak budú brané do úvahy výnosy, ktoré bude možné dosiahnuť z dnešného hľadiska s vysokou pravdepodobnosťou. Znamená to, že do predpokladaných výnosov budú zahrnuté tie rastové príležitosti, ktoré sa k dátum ocenenia javia ako veľmi pravdepodobné, pri zachovaní súčasného konceptu podniku, súčasného vedenia a spôsobu financovania. Na základe týchto predpokladov bude následne diskontná miera na úrovni výnosnosti požadovanej trhom.

Z hľadiska stanovenia diskontnej miery pri použití metódy DCF je následne potrebné vymedziť spôsob kalkulácie cien, nakoľko medzi peňažnými tokmi a diskontnou mierou musí panovať symbióza. Peňažné toky môžu byť totiž prognózované v bežných alebo stálych cenách. Všeobecný postup uvádza, že v prípade, ak prepočtu budúcich výnosov v cenách k dátumu ocenenia, t. j. v stálych cenách je potrebné počítat s diskontnou mierou očistenou o infláciu. Ak sú výnosy vyjadrené v ich budúcej nominálnej výške, t. j. v bežných cenách, je diskontná miera nominálna, teda vrátane inflácie (Mařík, 2018, s. 191). Pre potreby podniku XY, s. r. o. bude použitý prepočet v bežných cenách najmä z dôvodu možnej komplikácie prepočtov pri spojených so splácaním úveru, ktoré podnik čerpá. Pri použití stálych cien totiž splátky s rastúcou infláciou klesajú. Ďalším dôvodom je, že vstupy, ktoré podnik používa sú zaťažené inou výškou inflácie než ceny predajné, nakoľko sú dovážané z tretích krajín. Vylúčenie inflácie by následne skomplikovalo prepočty, diskontnej miery z ktorej je pri použití stálych cien potrebné infláciu explicitne vylúčiť.

Z hľadiska daní pri výpočte ocenenia podniku bude kalkulované so zdanením na úrovni spoločnosti, spolu so zdanením, ktoré bude uhradené subjektom, pre ktorého je ocenenie určené. Táto metóda je považovaná za jednu z najpresnejších, avšak v praxi je využívaná najmä pri hľadaní hraničných hodnôt, teda pre subjektívne ocenenie.

V zásade platí, že pri stanovení diskontnej miery sa zlad'uje obsah čitateľa s menovateľom. Výber peňažného toku sa následne premieta vo vypovedajúcej schopnosti výslednej hodnoty, čo je možné znázorniť:



Obrázok 4 Modely DCF z pohľadu budúcich výnosov a vypovedajúca schopnosť výslednej hodnoty

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa (Kislingerová, 2001, s. 160)

Z vyššie uvedeného je zrejmé, že v prípade, že pri ocenení vychádzame z cash flows pre vlastníkov aj veriteľov, je diskontná sadzba stanovená na úrovni priemerných vážených nákladov kapitálu (WACC). V prípade, že vychádzame z cash flows pre vlastníkov, diskontná sadzba je určená na úrovni nákladov na vlastný kapitál (Vozár, 2012, s. 24).

Pre potreby spoločnosti bolo s vlastníkmi dohodnuté, že výnosy, ktoré budú tvoriť podklad pre stanovenie hodnoty podniku budú chápané ako výnosy spoločné pre vlastníkov aj veriteľov. Postup výpočtu metódy DCF tak bude kalkulovaný metódou entity. Diskontná miera bude následne stanovená na úrovni priemerného požadovaného zhodnotenia za obe kategórie investorov.

4.2.2 Metóda DCF entity

Metóda DCF entity je charakteristická diskontovaním voľného peňažného toku, ktorý je k dispozícii všetkým investorom do spoločnosti pričom, takýto voľný peňažný tok je označovaný anglickým ekvivalentom Free Cash Flow to Firm (FCFF). FCFF predstavujú špecifickejšie vyjadrenie FCF v tom zmysle, že sa predpokladá ich použitie na uspokojenie nárokov vlastníkov a veriteľov, pričom FCFF nie je bezprostredne ovplyvnený zadlženosťou podniku (Kubica, 2016, s. 138). Metóda DCF entity v zásade spočíva v dvoch krokoch. Prvým je diskontovanie FCFF (prostredníctvom WACC), čím znalec zistí hodnotu prevádzkovo nevyhnutne potrebného investovaného kapitálu. Následne znalec odpočíta hodnotu

vlastného kapitálu tým spôsobom, že Brutto hodnotu podniku zníži o úročený cudzí kapitál (k dátumu ocenenia) (Mařík et. al., 2011b., s. 3).

V prípade oceňovaného podniku sa bude jednať o financovanie prostredníctvom vlastných aj cudzích zdrojov, pričom stále platí podmienka, že pre veriteľa musí byť výnos, ktorý mu bude plynúť z dlhu minimálne vo výške r_f .

V prípade, že je podnik financovaný len vlastným kapitálom, je výpočet nasledovný:

Tabuľka 1 Výpočet korigovanej prevádzkového výsledku hospodárenia

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH)	
-Dane (sadzba dane z príjmu)	- $KPVH_t * t$
+ odpisy	+ $DPCA_t$
+ Ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi	(napr. zmena rezerv, OP)
= Prevádzkové cash flow	= $KPVH_t * (1 - t) + DPCA_t$
- investície do prevádzkovo potrebného pracovného kapitálu	- ΔWC obežné aktíva – krátkodobé záväzky)
- investície do prevádzkovo potrebného DM	- IC_t
= FREE CASH FLOW TO THE FIRM = $KPVH_t * (1 - t) + DPCA_t - \Delta WC - IC_t$	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa (Kubica, 2016, s. 138)

V prípade, že je podnik financovaný okrem vlastného kapitálu aj cudzím kapitálom, je potrebné znížiť peňažný tok o časť určenú veriteľom, ktorí sú z hľadiska uspokojovania nárokov prioritní. FCFF bude mať potom nasledovný tvar (Kislingerová, 2001, s. 162).

FCFF pre vlastníkov aj veriteľa predstavuje všetky prevádzkové peňažné toky, ktoré podnik generuje z prevádzkových aktív. Pre FCFF sú teda charakteristické nasledujúce znaky:

- predstavuje výhradne prevádzkové peňažné toky,
- vychádza sa z hypotézy financovania vlastným kapitálom,
- diskontná miera je určená na báze priemerných nákladov kapitálu premieta vplyv kapitálovej štruktúry,
- výsledkom je ocenenie firmy celkom (Kislingerová, 2001, s. 161).

Následne bude pre podnik zistená technika prepočtu hodnoty podniku a voľba časového horizontu. V tomto smere je dôležité, v ktorej fáze životného cyklu sa podnik nachádza. V prípade, že sa jedná o start up, je napr. potrebné pri aplikácii dvojfázovej metódy určiť dlhšiu dobu prvej fáze, ako pri stabilnom a zabehnutom podniku, kde sa očakávajú len minimálne zmeny. V prípade podniku bude výpočet hodnoty vykonaný prostredníctvom dvojfázovej metódy, ktorej tvar (ako už bolo vyššie uvedené) je nasledovný:

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

Výsledok tejto hodnoty bude následne upravený o hodnotu úročeného cudzieho kapitálu, čím znalec zistí hodnotu VK z prevádzkovej činnosti.

$$H_n = H_b - CK_O$$

Tým je zistená hodnota vlastného kapitálu, ku ktorej by však k záveru mala byť pripočítaná hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku (Mařík et. al., 2011b., s. 3).

4.2.3 Úprava investovaného kapitálu

Prvotná úprava investovaného kapitálu vyplýva z potreby určiť náklady na kapitál. To spočíva vo vyčíslení NOA (Net Operating Active). NOA predstavujú aktíva znížené o hodnotu položiek nepodielajúcich sa na produkcii operatívneho zisku (napr. krátkodobé záväzky, pasívne položky ČR, nespoplatnené dlhodobé záväzky) a doplnením o aktíva, predstavujúce kapitál potrebný k tvorbe operatívneho zisku (napr. aktivácia nákladov na reklamu, započítanie majetku prenajatého cez lízing, zohľadniť tvorbu tichých rezerv) (Knápková, Pavelková, Šteker, 2013, s. 156).

Pri určení nákladov na kapitál sú tieto zdroje krytia primárne rozčlenené na cudzie a vlastné. Určenie nákladov na cudzie zdroje je vo všeobecnosti jednoduchšie, nakoľko základom sú požadované úroky. Čo sa týka nákladov na vlastný kapitál a rezerv (ktoré majú charakter vlastného kapitálu) ich stanovenie je zložitejšie a bude bližšie popísané v nasledovných kapitolách. Problém nastáva pri záväzkoch, kde väčšinu tvoria najčastejšie záväzky z obchodných vzťahoch.

Záväzky z obchodných vzťahov majú formu tzv. obchodného úveru, pričom náklady na tento úver sú obsiahnuté v cenách dodávok. Problémom je tieto náklady zo záväzkov odčleniť. Preto je na ich vyčíslenie aplikovaný **modifikovaný pracovný kapitál**. Jeho podstatou je odpočítanie neúročených záväzkov (vrátane úverov) od obežných aktív, pripočítanie časového rozlíšenia aktív a odpočítanie časového rozlíšenia pasív. Týmto postupom zostane na strane pasív len vlastný kapitál a úročené cudzie zdroje (Zima, 2016, s. 113 - 114).

Druhotnou úpravou je **rozčlenenie majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný**. Prevádzkovo potrebný kapitál zahŕňa:

- prevádzkovo potrebný upravený pracovný kapitál,
- prevádzkovo potrebné dlhodobé aktíva.

Celkový investovaný kapitál následne zahŕňa prevádzkovo potrebný investovaný kapitál a neprevádzkové aktíva. Vymedzenie prevádzkovo upraveného kapitálu bude mať následne vplyv na to:

- ktoré výnosy a náklady budú zahrnuté do korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia pre výpočet voľných peňažných tokov,
- ktoré investičné výdaje budú započítané do voľných peňažných tokov (Mařík, 2018, s. 195 - 196).

4.2.3.1 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH) býva pri výpočtoch často nahradený EBIT, čo však nie je jedno z najvhodnejších riešení. KPVH pri výpočte FCFF predstavuje tzv. NOPAT (Net Operating Profit After Tax), pri ktorom sú vylúčené výnosy a náklady z mimoriadnej činnosti. Podkladom pre jeho vyčíslenie sú NOA.

Pre úpravu NOPAT je potrebné vylúčiť:

- platené úroky z finančných nákladov,
- položky, ktoré sa svojou výškou nebudú opakovať,
- výnosy z nepotrebných aktív,
- náklady na výskum a vývoj, vzdelávanie zamestnancov, reklamu a započítať odhadnuté odpisy aktivovaných nákladov,
- zväžiť tvorbu a čerpanie tichých rezerv,
- finančné výnosy a náklady spojené s dlhodobým finančným majetkom v prípade, že tento nie je uznaný ako operatívne aktívum (Knápková, 2013, s. 156).

Pri aplikácii metódy entity je ešte potrebné poznamenať, že KPVH nemá byť znížený o nákladové úroky, nakoľko v prípade tejto metódy sú výnosy k dispozícii ako pre vlastníkov, tak pre veriteľov (Mařík, 2018, s. 203).

4.2.3.2 Diskontná miera a náklady na kapitál

Diskontná miera je označovaná aj ako náklady kapitálu, nakoľko jej prostredníctvom diskontujeme budúce peňažné toky na SH. Náklady kapitálu sú rozlišované na náklady vlastného kapitálu, náklady cudzieho kapitálu a priemerné vážené náklady kapitálu.

Diskontovanie pri použití metódy DCF entity prebieha najčastejšie s použitím priemerných vážených nákladov na kapitál označované ako WACC. Tieto náklady predstavujú zmiešané náklady na celkový investovaný dlhodobý kapitál všetkými investormi (Vochozka, 2011, s. 121). Výsledná hodnota WACC sa následne mení vo väzbe na kapitálovú štruktúru podniku, resp. na požadované výnosy jednotlivých zložiek kapitálu, vlastného aj cudzieho.

$$WACC = n_{CK}(1-d) \frac{CK}{K} + n_V 1_{K(z)} \frac{VK}{K}$$

WACC predstavujú riziká a výhody nezávislého investora, pri investícií do podniku, či už v podobe poskytnutia úročeného úveru alebo investovania do akcií (Zima, 2016, s. 114).

Základný postup pri výpočte WACC je nasledovný:

1. určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom kapitále,
2. určenie nákladov na cudzí kapitál,
3. určenie nákladov na vlastný kapitál,
4. prepočet priemerných vážených nákladov na kapitál. (Vozár, 2012, s. 24)

Pri určení váh jednotlivých zložiek kapitálovej štruktúry je zásadné najmä stanovisko vedenia podniku v zmysle zmeny tejto štruktúry v budúcnosti. Následne je potrebné samotnú štruktúru stanoviť v trhových cenách, napríklad prostredníctvom realizovania benchmarku porovnateľných spoločností. (Vozár, 2012, s. 25)

4.2.3.3 Vymedzenie nákladov cudzieho kapitálu

Jedným zo spôsobov ako náklady na cudzí kapitál (n_{CK}) vyjadriť, je nahradiť ich úrokovou mierou, odvodenou na základe veľkosti a ceny úverov prijatých podnikom (Vochozka, 2011, s. 123). Výhodou v prípade n_{CK} je ich pôsobenie ako o tzv. daňový štít, kde úroky predstavujú daňovo uznateľný náklad.

Veľkosť nákladov na cudzí kapitál je vyjadrená nasledujúcimi parametrami, ktorými sú bezriziková sadzba, riziková prémie a už spomínaný daňový štít. V súvislosti s bezrizikovou sadzbou už bolo v úvode spomínané je odvodenie od výnosu dlhodobých štátnych dlhopisov. Pri výpočte n_{CK} je tiež možné postupovať ich odvodením od rizikovej prirážky, ktorú pripisuje danému aktívu príslušný rating stanovený ratingovou agentúrou, na základe platobnej schopnosti dlžníka. Druhou možnosťou je odvodiť tieto náklady od sektora, v ktorom daný podnik pôsobí (Vozár, 2012, s. 28).

V prípade oceňovaného podniku sa jedná o podnik, ktorý nemá pridelený rating a nie je verejne obchodovateľný. V tomto prípade A. Damodaran (2011, s. 247) odporúča využiť hodnoty pomerového ukazovateľa Interest Coverage Ratio, ktorého výpočet je:

Interest Coverage Ratio = Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)/Interest Expense

Tento ukazovateľ vyjadruje rozsah možného poklesu prevádzkového zisku podniku pred tým ako nebude schopná platiť svoje celkové platby úrokov.

4.2.3.4 Vymedzenie nákladov vlastného kapitálu

Náklady na vlastný kapitál (n_{vk}) primárne predstavujú výnosové očakávania príslušných investorov. Ich odvodenie býva z alternatívneho výnosu kapitálu s prihliadnutím k riziku. (Knápková Pavelková, Šteker, 2013, s. 157). Najčastejším príkladom sú dividendy, vyplácané z čistého zisku. Náklady na vlastný kapitál predstavujú v porovnaní s n_{ek} drahšiu alternatívu, nakoľko ich nie je možné odpočítať od základu dane pri výpočte dane z príjmu.

Náklady na VK sa zisťujú buď prostredníctvom stavebnicovej metódy alebo pomocou modelu oceňovaný kapitálových aktív (CAPM – Capital Asset Pricing Model). Model CAPM je založený na predpoklade, že pre investora je podstatná iba tá časť rizika, individuálnej akcie, ktorou prispieva k riziku diverzifikovaného portfólia (Vozár, 2012, s. 32). CAPM vychádza z verejných dát obchodných spoločností, ktorými sú najmä základná bezriziková miera, koeficient beta a riziková prémie trhu. Koeficient beta a riziková prémie tvoria rizikovú zložku modelu CAPM (Zima, 2016, s. 115). Základný vzorec pre výpočet je:

$$N_{VK} = r_{rf} + (r_m - r_{rf}) * \beta_i$$

r_{rf} = bezriziková úroková miera

$r_m - r_{rf}$ = prémie za riziko trhu (Market Risk Premium)

β_i = koeficient Beta

Náklady vlastného kapitálu (n_{vk}) = bezriziková miera + (β * riziková prémie trhu)

Koeficient Beta predstavuje veličinu, ktorá je pre každý podnik špecifická, pretože zobrazuje riziko, že podnik nedosiahne stanovených výsledkov, pričom toto riziko porovnáva s rizikom celkového trhu. V modeli CAPM predstavuje odchýlku výnosnosti CP od jeho priemerneho výnosu (Majdúchová, Siváková, 2016, s. 34). Koeficient Beta na úrovni 1 predstavuje akciový trh, pričom platí že ak je β vyššia, je vyššie aj riziko a z logickej súvislosti vyplývajúcej z investičného trojuholníka je vyšší aj požadovaný výnos.

Nakoľko však oceňovaná spoločnosť nie je obchodovaná na verejných trhoch, nemôže byť beta odvodená ani prostredníctvom regresných výpočtov ani metódou analógie. Pri jej stanovení v ďalšej časti práce, bude použité porovnanie s beta koeficientmi typickými pre odvetvie, v ktorom podnik pôsobí, prípadne bude použitá databáza A. Damodarana, kde sú príslušné koeficienty pre odvetvia zobrazené.

Prémia za riziko predstavuje rizikovejšie investície, ktoré sú následne spojené s vyšším výnosom. Táto prémia je vyjadrená ako rozdiel, medzi očakávaným výnosom trhu a bezrizikovou mierou výnosu. Vo väčšine krajín sa pri jej určovaní vychádza zo zverejnených údajov ratingových agentúr (Majdúchová, Siváková, 2016, s. 33). V súvislosti so Slovenskou republikou, podľa prieskumu z roku 2015 boli najčastejšie aplikované výnosy zo slovenských štátnych dlhopisov so splatnosťou viac ako 10 rokov. Z dôvodu častej využiteľnosti v praxi, bude r_{rf} stanovená týmto spôsobom aj pri výpočtoch v súvislosti s podnikom oceňovaným v tejto práci.

Pri stanovovaní n_{vk} je potrebné stanoviť náklady na rezervy. Nákladové rezervy je možné rozdeliť na rezervy tvorené z charakteru skutočných záväzkov a ostatné rezervy, ktoré sú považované za špecifický vlastný kapitál. Rozpustenie týchto rezerv predstavuje hypotetické rozpustenie do výnosov, pričom je potrebné sa pri ich rozpustení zaoberať otázkou daňovej uznateľnosti (Mařík, 2018, s. 196).

4.2.3.5 Výsledná hodnota podniku

Po vykonaní predošlých tokov je možné zistiť tzv. hodnotu brutto. Hodnota je vyjadrená ako celková hodnota podniku ale zahŕňa len tú časť podniku, ktorá sa týka prevádzky. Výsledná hodnota vlastného kapitálu je následne upravená výpočtami v nasledovnej tabuľke č. 2.

Tabuľka 2 Výpočet výslednej hodnoty VK podniku

	Hodnota brutto
-	Hodnota úročeného cudzieho kapitálu ku dňu ocenenia
=	Hodnota vlastného kapitálu (prevádzková)
+	Hodnota aktív, ktoré nie sú prevádzkovo potrebné (ku dňu ocenenia)
=	Výsledná hodnota vlastného kapitálu podniku

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Maříka (2018, s. 201)

4.2.4 Metóda DCF equity

Metóda equity vychádza z peňažných tokov, ktoré sú k dispozícii len vlastníkom podniku. Hodnota equity vyjadruje DCF po odpočítaní všetkých výdavkov, potrebných reinvestícií do podniku, daňových záväzkov a súvisiacich platieb za vydaný dlh (Vozár, 2012, s. 17).

Peňažný tok v tejto forme je charakteristický rozdielnu, resp. vyššou mierou rizika ako tomu bolo pri metóde DCF entity. Toto zvýšené riziko sa odrazí nie len pri stanovení diskontnej miery ale aj v čitateli, kde má dopad na rizikovosť peňažných tokov vlastníkov. Diskontná miera bude preto stanovená na úrovni n_{vk} , ktoré zodpovedajú konkrétnemu zadĺženiu podniku (Kislingerová, 2001, s. 172-173). Výpočet FCFE je môže vychádzať z FCFF a to nasledovným spôsobom:

Tabuľka 3 Výpočet FCFE

FCFF
- Nákladové úroky * (1 – daňová sadzba)
- Splátka úročeného cudzieho kapitálu
+ Prijatie nového úročeného cudzieho kapitálu
= Voľné peňažné toky pre vlastníkov (FCFF)

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Mařík (2011, s. 23)

Diskontovaním upraveného CF je následne získaná priamo hodnota vlastného kapitálu, resp. hodnota netto. Medzi najväčšie výhody tejto metódy patrí kalkulácia so zadĺžením a úrokmi už v priebehu celého výpočtu a nie len k záveru, ako je to pri metóde DCF entity (Mařík, 2011, s. 23).

4.2.5 Metóda APV

Metóda APV podobne ako metóda entity kalkuluje výpočet v dvoch krokoch. Hodnota brutto je však v tomto prípade tvorená súčtom hodnoty podniku s predpokladaným nulovým zadĺžením a SH daňových úspor z úrokov. Hodnota netto je následne získaná odpočtom cudzieho kapitálu. Základným predpokladom tejto metódy je financovanie podnikových aktív vlastným kapitálom. Diskontná miera je v tejto súvislosti stanovená na úrovni n_{vk} pri nulovom zadĺžení (Mařík, 2018, s. 193, s. 242).

4.3 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov predstavuje najjednoduchší a základný model pre stanovenie hodnoty podniku. Podstatou tejto metódy je primárne minulé výkonnosť podniku teda tzv. trvalo udržateľná úroveň zisku podniku (Kislingerová, 2001, s. 153).

Táto metóda funguje obdobne ako metóda DCF equity v tom zmysle, že jej výsledkom je hodnota vlastného kapitálu a teda hodnota podniku predstavuje hodnotu pre jeho vlastníkov. Ocenenie aplikáciou metódy KČV bolo vypracované v Nemecku, kde je v súčasnosti aj najviac využívané. Tento postup ocenenia však nie je možné použiť pri zisťovaní tzv. tržnej hodnoty, nakoľko nemecké oceňovacie štandardy (IDW) tento pojem prakticky nepoznajú. Metódu je možné použiť pri zisťovaní objektivizovanej hodnoty, ktorú môžeme v prípade, že je zisťovaná striktné na základe tržných dát považovať za tržnú. Pri výpočte rozoznávame jej dve základné varianty, ktoré závisia na tom, ako sú chápané čisté výnosy (Petřík, 2009, s. 365 - 366).

4.4 Metóda založená na koncepcii EVA

Ukazovateľ EVA (Economic Value Added) predstavuje čistý výnos z prevádzkovej činnosti, znížený o n_{ck} aj n_{vk} . Tento ukazovateľ je považovaný za relatívne dôveryhodný, nakoľko zaisťuje diferenciu medzi hodnotou vytvorenou účtovne a hodnotou, ktorá je skutočne pridaná vlastníkovi (Kubica, 2016, s. 147). Jej podstata spočíva v peňažnom vyjadrení toho, ako podnik v priebehu obdobia prispel svojimi aktivitami k zvýšeniu prípadne zníženiu hodnoty pre svojich vlastníkov. Podnik má dosiahnuť tzv. ekonomický zisk, ktorý predstavuje zisk po uhradení bežných nákladov a aj nákladov na kapitál.

Základné vzorce pri aplikácii tejto metódy sú vyjadrené:

- a) Prostredníctvom nákladov kapitálu (Capital Charge):

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC$$

- b) Prostredníctvom hodnotového rozpätia (Value Spread)

$$EVA_t = (NOPAT_t / NOA_{t-1} - WACC) * NOA_{t-1}$$

Stanovenie hodnoty podniku pomocou EVA môže byť na úrovni entity, equity aj APV. V praxi je však možné najčastejšie sa stretnúť s modelom entity. Hodnota podniku je v tomto prípade tvorená súčtom upravených NOA a hodnoty pridanej trhom MVA, ktorá vyjadruje

súčasnú hodnotu budúcich EVA (Kubica, 2016, s. 148). MVA je v tomto prípade dôležitý faktor, ktorý svojim spôsobom vyjadruje prevádzkový goodwill (Mařík, 2018, s. 334).

Postup ocenenia EVA entity je nasledovný:

NOA + MVA = Tržná hodnota operačných aktív

Tabuľka 4 Výpočet tržnej hodnoty VK

Tržná hodnota operačných aktív
+ Tržná hodnota neoperačných aktív
-Tržná hodnota úročených záväzkov
= Tržná hodnota Vlastného Kapitálu

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Mařík (2018, s. 334)

Tabuľka 5 Prehľad údajov o metóde EVA – entity

Predmet diskontovania	EVA
Použiteľná diskontná miera	WACC
Výsledná hodnota podľa použitej metódy	BRUTTO (Hb)
Úpravy pre zistenie hodnoty netto	Hn = Hb + CKO

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Mařík (2018, s. 334)

Pri výpočte H_n býva najčastejšie použitý dvojfázový model, kde je druhá fáza často počítaná ako večná renta zo stabilnej EVA. Hodnota VK je vyčíslená odpočítaním úročeného cudzieho kapitálu (k dátumu ocenenia) od hodnoty brutto. K tejto netto hodnote je následne pripočítané samostatné ocenenie neprevádzkových aktív k dátumu ocenenia. (Petřík, 2009, s. 382)

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{EVA}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1+WACC)^t}}_{MVA} - D_0 + A_0$$

Najväčšiu výhodu v porovnaní s metódami DCF má ocenenie EVA výhodu práve v hodnote MVA, ktorá prinesie pri oceňovaní separátnu informáciu o tom, či podnik dokáže vytvárať hodnotu. V prípade ocenenia DCF by totiž MVA bola sčítaná s hodnotou NOA a výsledné ocenenie by bolo kladné aj napriek tomu, že podnik stráca na hodnote (Kubica, 2016, s. 148).

4.5 Kombinované výnosové metody

Tento způsob stanovenia hodnoty kombinuje majetkový a výnosový postup oceňovania podniku. Základnými metodami v tejto oblasti sú Schmalenbachova metóda a Metóda kapitalizovaných mimoriadnych čistých výnosov. Schmalenbachova metóda (tzv. metóda strednej hodnota) vychádza z hodnoty výnosovej (V) a substančnej (S), ktorej obsahom sú reprodukčné ceny. Hodnota podniku je následne vypočítaná ako priemer týchto dvoch veličín. Metóda kapitalizovaných mimoriadnych čistých výnosov oproti tomu spočítava hodnotu firmy (podstatou je kapitalizovaný čistý výnos vypočítaný ako čistý výnos podniku mínus čistý výnos dosiahnutý pri normálnom zúročení vloženého kapitál) od ktorého je odpočítaná substančná hodnota (vložený kapitál založený na reprodukčných cenách) (Mařík, 2018, s. 317).

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O SPOLOČNOSTI

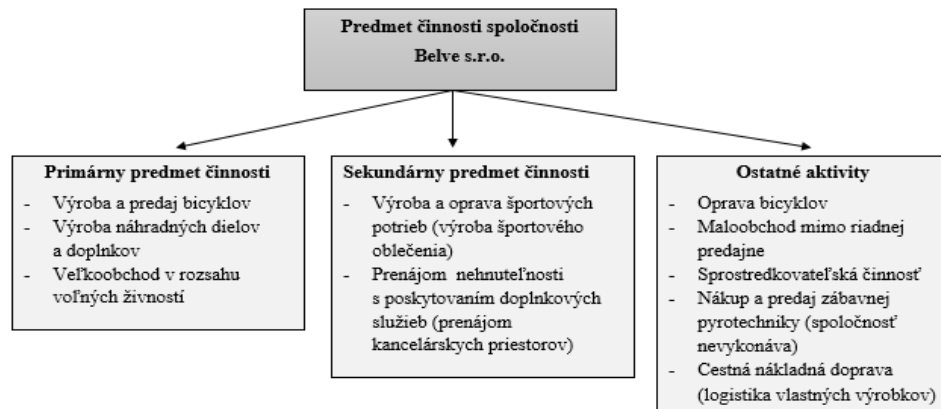
Obchodné meno:	XY, s. r. o.
Sídlo spoločnosti:	Holubyho 295, Stará Turá 91601
Deň zápisu do OR SR:	16.11.1994
Základné imanie:	7 968 €

Vzhľadom k citlivým informáciám uvedeným v priebehu ďalšej časti práce bolo spracovávanie ocenenia podniku podmienené nezverejnením obchodného názvu spoločnosti. Okrem tejto skutočnosti sú ostatné údaje priamo prevzaté z interných materiálov podniku a neboli žiadnym spôsobom upravované ani prepočítavané.

5.1 Charakteristika spoločnosti

Spoločnosť XY s. r. o. vznikla v 90tych rokoch ako rýdzo slovenský podnik, ktorý naplnil definíciu tzv. amerického sna. Pomocou tvrdej práce jeho súčasných vlastníkov sa stal z malej garážovej firmy prosperujúci podnik, ktorý v súčasnosti patrí medzi lídrov na slovenskom trhu. Na trhu sa presadil najmä vďaka inovatívnemu dizajnu, kvalitnému prevedeniu a prijateľným cenám. Po vybudovaní stabilnej pozície v tuzemsku, sa následne spoločnosť zamerala na export, ktorý v posledných troch rokoch tvorí približne 33 % z celového portfólia predaja. V súčasnosti spoločnosť vyváža svoje bicykle do 16 krajín, pričom relevantných z je z pohľadu tržieb približne 12. Najväčší podiel exportu putuje do Českej republiky pričom približne 1% tvorí export do tretích krajín, primárne do Ukrajiny. V portfóliu exportu do 3 tých krajín je možné nájsť aj Chile alebo Gruzínsko.

Podľa SK NACE patrí podnikateľská činnosť spoločnosti XY s. r. o. do skupiny 30.92.0 – Výroba bicyklov a invalidných vozíkov, čo predstavuje aj hlavný predmet podnikateľskej činnosti. Predmet činnosti v obchodnom registri, rozdelený na primárnu, sekundárnu činnosť a ostatné aktivity:

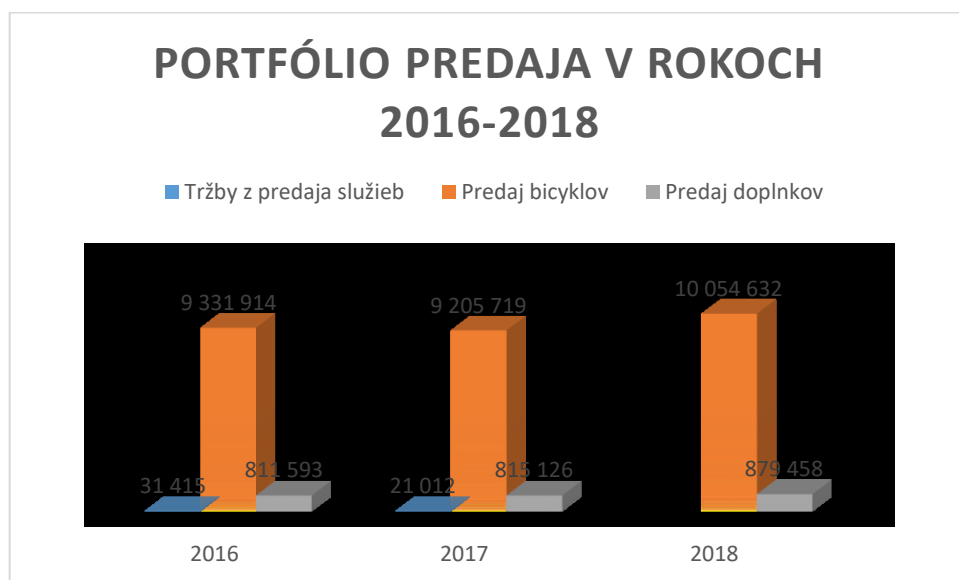


Obrázok 5 Rozdelenie predmetu činnosti spoločnosti

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov spoločnosti

Z vyššie uvedeného predmetu podnikania sa spoločnosť zaoberá výhradne výrobou a predajom bicyklov, náhradných dielov a doplnkov k bicyklom. Za doplnkové služby je možné z pohľadu firmy považovať predaj športového oblečenia, športovej výbavy a náhradných dielov ktoré tvoria približne 8% z obratu. Ďalšou doplnkovou činnosťou je prenájom kancelárskych priestorov obchodnému zástupcovi pre Českú republiku, čo je však z pohľadu tržieb zanedbateľná činnosť a preto nie je zobrazená ani v prehľade portfólia uvedenom v tabuľke nižšie.

Obrázok 6 Portfólio predaja v rokoch 2016 - 2018



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných informácií podniku

Z pohľadu odberateľov, podnik je charakteristický svojou širokou odberateľskou štruktúrou. Na Slovensku má podnik XY, s. r. o. približne 160 odberateľov, ktorými sú špecializované

kamenné obchody s bicyklami a doplnkami. V České republice je tento počet 220 a v ostatných krajinách Európy približne 600, pričom ich obsluhu majú na starosti jednotliví národní obchodní zástupcovia. Priamy predaj je vykonávaný prostredníctvom dealerov, prípadne cez e-shop. Predaj cez e-shop je však realizovaný len ako doplnkové portfólio pre kamenné predajne a v súčasnosti neexistuje odberateľ, ktorý by predával bicykle značky CTM len prostredníctvom e-shopu. Ani samotný podnik XY, s. r. o. vlastný e-shop neprevádzkuje. Čo sa týka predaja prostredníctvom supermarketov, túto formu predaja podnik zásadne odmieta, nakoľko tento model predaja na Slovensku ani vo svete nepresadil.

Na realizáciu svojej podnikateľskej činnosti využíva spoločnosť 3 výrobo-technické haly, ktoré sa nachádzajú na Starej Turej, kde sa okrem montážnych hál nachádzajú aj administratívne aj skladovacie priestory. Okrem vlastných budov využíva podnik aj formu sezónneho prenájmu skladovacích priestorov.

Vďaka týmto halám a dostatočnému technickému zázemiu dokáže podnik plne zabezpečiť požiadavky zákazníkov. Technológia na samotnú montáž je totiž špeciálne upravená, aby spĺňala nie len požiadavky kvantity výroby vzhľadom k náročnosti sezónnosti ale aj požiadavky na kvalitu a prípadnú modernizáciu výroby. Montážne haly sú vybavené špeciálnou technológiou, ktorá je upravená k zabezpečeniu plynulosti výroby, zvyšovaniu produktivity práce (najmä v čase sezóny) a znižovaniu prácnosti. K montáži bicyklov sa využíva bežné vzduchové náradie, pričom väčšia časť montáže prebieha ručne. Následne sú využívané 2 výrobné linky (poloautomatizovaná a automatizovaná), pričom každá z nich je zložená z dvoch strojov. Tieto linky sú využívané na automatické centrovanie kolies a výplety. Vďaka tomu dokáže podnik v období vrcholovej sezóny vyrobiť až 450 kusov denne. Výroba bicyklov spočíva v ich montáži, pričom postup je taký, že si podnik nakreslí vlastnú konštrukciu, vyladí geometriu a následne si rámy nechali vyrobiť v Číne. Vo všeobecnosti platí, že drahšie kusy takýchto rámov sú vyrábané v Taiwane, čo je aj prípad značky CTM. Všetok použitý materiál a aj následné procesy pri jeho montáži do podoby bicykla však musí spĺňať najrôznejšie požiadavky na kvalitu a bicykle podliehajú najrôznejším záťažovým testom. Pri otázke na kvalitu výrobkov jeden z vlastníkov priamo odpovedal, tento segment trhu je na kvalitu veľmi citlivý a zákazník pri seba menšom pochybení odchádza ku konkurencií. Dobrá kvalita sa tak stala samozrejmosťou, čo platí nie je pre spoločnosť XY s. r. o. ale aj pre jej hlavných konkurentov.

5.1.1 Historický vývoj podniku

Spoločnosť vzniká v roku 1994 otvorením prvej maloobchodnej predajne v Starej Turej. O dva roky neskôr sa už podnik začal venovať veľkoobchodnej činnosti ako zástupca českej značky na Slovensku. Oficiálna značka CTM vznikla v roku 1999, pričom v tomto roku sa predalo 500 ks bicyklov. Od tohto obdobia pribúdali objednávky a taktiež nové modely ako RAWER, BOXXER či MONS. Postupne sa zvyšovala aj kvalita vyrábaných produktov, na ktorú je kladený veľký dôraz aj v súčasnosti. Nakoľko hlavným cieľom majiteľov je ponúkať konečnému spotrebiteľovi bezpečné produkty, bola v roku 2001 úspešne uzavretá zmluva medzi XY s. r. o. a Skúšobným technickým ústavom v Piešťanoch. Tu podliehali bicykle pod dohľadom profesionálov najrôznejším záťažovým testom. Možno aj vďaka tomu sa predalo v nasledujúcich rokoch výrobné množstvo bicyklov s minimálnym počtom reklamácií a tak si vyslúžili na trhu značku kvality. Od tohto času sa spoločnosť stále narastá a predajom pokrýva stále väčšiu časť slovenskej republiky a v roku 2004 už zabezpečuje distribúciu svojich bicyklov do Poľska, Talianska, Rumunska, Lotyšska, Maďarska, Chorvátska. Ďalším významným medzníkom bol rok 2006 kedy sa spoločnosť stretla so sponzorom piešťanského zjazdového tímu Maxxis RANN Riders. O dva roky neskôr stúpa ročný predaj na 18 000 ks a podnik sa sťahuje do vlastných, zrekonštruovaných priestorov, no v tomto období prichádza aj kríza, ktorá bola pre podnik skúškou ako pre mnohé iné, avšak spoločnosť v konečnom dôsledku posilnila o novú kolekciu celo-odpružených bicyklov a motivačnými prvkami ich prinútila k výrobe bicyklov vyššej kvalitatívnej triedy. V roku 2013 stúpa predaj na 35 000 ks, pričom podnik stavia novú halu, nakoľko pôvodné priestory sú už znova nedostatočné. V tomto období je možné nájsť značku CTM už v 10 európskych krajinách. V roku 2015 je už prekročená hranica predaja 50 000 ks a okrem rozsiahlej modernizácie výroby pribudli aj nové kancelárske priestory. Najvýznamnejšou inováciou v posledných rokoch bolo predstavenie celo-odpruženého e-biku Switch v roku 2017, ktorým si podnik upevnil pozíciu v tomto segmente trhu.

5.2 Organizačná štruktúra spoločnosti

Organizačná štruktúra v spoločnosti XY s. r. o. je má klasickú štruktúru, ktorú tvoria vrcholové pozície majiteľov spoločnosti, administratívne oddelenie zahŕňajúce účtovníctvo a mzdy a následne oddelenie marketingu, výroby a distribúcie a predaja. Každé z týchto oddelení je vedené manažérom, ktorý zodpovedá za vedenie dielčích oddelení. Kompletnú organizačnú

štruktúru je možné nájsť v prílohe P II. Majitelia spoločnosti zastávajúci funkciu vrcholového manažmentu, sú zároveň majoritní vlastníci, obaja s 50 % tným podielom.

XY, s. r. o. patrí medzi stredné podniky, zamestnáva približne 66 zamestnancov, pričom aj na základe organizačnej štruktúry je ich možné rozdeliť na pracovníkov administratívy, skladu a výroby. Z toho počtu na trvalý pracovný pomer pracovalo v roku 2018 51 ľudí a ďalších 15 predstavovalo sezónnych pracovníkov. Výroba bicyklov je totiž sezónna záležitosť, ktorá začína začiatkom januára a končí približne koncom júla. Na toto obdobie sa podnik snaží zabezpečiť dostatočný počet sezónnych pracovníkov. Stály zamestnanci výroby zostávajú zamestnaní aj počas zimného obdobia, kedy ich pracovnú náplň tvoria aj ďalšie činnosti. Čo sa týka mzdového ohodnotenia, sú títo pracovníci ohodnocovaní úkolovou mzdou podľa počtu vyrobených kusov. Zamestnanci skladu predstavujú zväčša sezónnych pracovníkov a ich pracovné ohodnotenie je podľa obratu. Čo sa týka logistiky, šoféri prepravných kamiónov majú mzdu podľa počtu najazdených kilometrov. Paušálna mzda je tak stanovená primárne pre pracovníkov administratívy a aj tá je doplnená rôznymi bonusmi za mimoriadne výsledky, po subjektívnom zvážení majiteľov.

5.3 Stratégia podniku

Stratégia spoločnosti XY s. r. o. je založená na štyroch základných pilieroch, ktorými sú zabezpečenie širokého portfólia výrobkov vo vysokej kvalite, dostupnosť výrobkov z hľadiska cenového aj teritoriálneho, technický a technologický rozvoj a v neposlednom rade a rozsiahli marketing. Z tohto dôvodu bol sekundárny cieľ spoločnosti vytýčený na udržanie či navýšenie tržného podielu spoločnosti v segmente cestných, zjazdových a cross country bicyklov a to predovšetkým na slovenskom trhu, na území Česka a v ostatných zemiach EÚ. Podnik sa plánuje svojimi aktivitami zamerať viac na rozšírenie podielu na súčasných trhoch ako na získavanie nových trhoch. V rámci stratégie podniku je stanovené aj dosahovanie pozitívnych výsledkov ROE, vývoja cash flow a ostatných finančných ukazovateľov.

5.4 Dôvody pre ocenenie

Hlavný dôvod stanovenia hodnoty podniku XY s. r. o. spočíva predovšetkým v zistení hodnoty pre samotných vlastníkov podniku. Podnik je v súčasnosti stabilizovaný a na trhu dosahuje rok od roka lepšie výsledky. Faktom však zostáva, že aj napriek v súčasnosti bezprecedentnej líderskej pozícii na tuzemskom trhu, existujú možnosti, ako by sa spoločnosť

mohla rozvíjať. Tým, že má podnik len dvoch majoritných vlastníkov, je tu možnosť zníženia ich 50%tného podielu a prijatie investora s dostatočným kapitálom, možnosť vydat' dlhopisy, prípadne spraviť fúziu (merger) s inou spoločnosťou. Alternatív je mnoho a každá z nich by mohla potenciálne pozdvihnúť podnik na úplne novú úroveň, najmä v oblasti exportu. Aby však mohol vôbec uvažovať nad výberom alternatívy, chce poznať svoju vlastnú hodnotu, ktorá bude vykonaná prostredníctvom tejto práce k 31. 12. 2018. Pre stanovenie hodnoty bude použitá primárne výnosová metóda DCF.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Konštrukcia strategickkej analýzy je primárnym podkladom pri samotnom ocenení podniku, pričom jej podstatou je zistenie a vyhodnotenie informácií o spoločnosti. V rámci tejto analýzy budú vyhodnotené vnútorné a vonkajšie činitele, ktoré priamo súvisia s fungovaním spoločnosti XY s. r. o. Základným cieľom strategickkej analýzy podniku XY s. r. o. bude charakteristika a následné politické, ekonomické či sociálne analýzy relevantného trhu ako vonkajšieho faktora. Následne bude vykonané vyhodnotenie výnosového potenciálu podniku (schopnosť generovať tržby), na základe jeho konkurenčnej sily na tomto trhu.

Nakoľko má byť praktická časť tejto práce zostavená z relevantných údajov, primárne dáta pre jej spracovanie boli čerpané zo Štatistického úradu Slovenskej republiky, Ministerstvo hospodárstva SR, Eurostatu, Datacube., STATdat. a renomovaných ekonomických týždenníkov či mesačníkov.

6.1 Makroekonomické prostredie

Makroekonomické prostredie v ktorom pôsobí XY s. r. o. bude popísané prostredníctvom PEST analýzy, ktorá je zameraná na základné druhy vonkajších faktorov, s ktorými podnik prichádza do kontaktu.

6.1.1 Politické a legislatívne faktory

Politická scéna v Slovenskej republike nie je charakteristická svojou stabilitou, čo má následný dopad na legislatívu aj na samotné fungovanie podnikov.

Pri výrobe bicyklov je potrebné dodržiavať množstvo zákonov a predpisov, ako z oblasti právnej, tak z oblasti výrobnjej. Najpodstatnejšie zákony, ktoré musí podnikateľská verejnosť na Slovensku dodržiavať sú zobrazené v nasledovnej tabuľke

Tabuľka 6 Prehľad zákonoprávnej oblasti podnikania

Podnikateľská oblasť	Pracovno-právna oblasť
Zákon č. 222/2004 Z. z. o DPH	Zákon č. 311/2001 Z. z., Zákonník práce
Zákon č. 595/2003 Z. z. o dani z príjmu	Zákon č. 663/2007 Z. z., o minimálnej mzde
Zákon č. 283/2002 Z. z. cestovných náhradách	Zákon č. 124/2006 Z. z. o BOZP
Zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve	Zákon č. 125/2006 Z. z. o inšpekcií práce
Zákon č. 563/2009 Z. z. o správe daní	Zákon č. 152/1994 Z. z. o sociálnom фонде
Zákon č. 215/2002 Z. z. o elektronickom podpise	Zákon č. 461/2003 Z. z. o sociálnom poistení
Zákon č. 145/1995 Z. z. o správnych poplatkoch	Zákon č. 122/2013 Z. z. o ochrane osobných údajov
Zákon č. 513/1991 Zb., Obchodný zákonník	Zákon č. 580/2004 Z. z. o zdravotnom poistení

Pri výrobe bicyklov musia byť dodržiavané okrem vyššie uvedených aj predpisy, ktoré vychádzajú nie len z legislatívny národnej ale aj európskej. Najdôležitejším predpisom v tejto oblasti je smernica Európskeho parlamentu a Rady č. 2001/95/ES o všeobecnej bezpečnosti, ktorá je následne zohľadnená v Nariadeniu vlády č. 404/2007 Z. z. a zákona č. 250/2007 Z. z. o ochrane spotrebiteľa.

V súvislosti s výrobou bicyklov na elektrický pohon, sú Slovenskou obchodnou inšpekciou stanovené parametre a nariadenia, ktorými sa musí podnik riadiť. Tieto typy bicyklov musia spĺňať požiadavky zákona č. 264/1999 Z. z., o technických požiadavkách na výrobky, nariadenie vlády Slovenskej republiky č. 140/2011 Z. z. o podrobnostiach o technických požiadavkách a postupoch posudzovania zhody na strojové zariadenia, ktoré je transpozíciou smernice Európskeho parlamentu a Rady 2006/42/ES (Slovenská obchodná inšpekcia © 2008-2019).

Sadzby dane

Sadzba DPH je jeden z najvýznamnejších faktorov, ktorý ovplyvňuje hospodárske dianie podniku. Čo sa týka výšky základnej sadzby DPH na Slovensku je od roku 2011 ustálená vo výške 20%, čo má na podnikanie pozitívny vplyv. Jej výška je v porovnaní s krajinami EÚ na spodnej hranici. Znížená sadzba DPH je tiež ustálená, avšak na podnikanie XY, s. r. o. sa nevzťahuje. Sadzba dane z príjmu je po daňovej reforme ustálená vo výške 21% (Finančné riaditeľstvo SR © 2013).

6.1.2 Ekonomické faktory

Medzi najdôležitejšie makroekonomické ukazovatele patrí HDP, inflácia a nezamestnanosť. Ich vývoj za obdobie 2012 – 2017 je zobrazený v nasledovnej tabuľke.

Tabuľka 7 Vývoj základných makroekonomických indikátorov

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
HDP v mil. €	88 600	84 851	81 226	79 138	76 088	74 170	72 704
Nezamestnanosť v SR v %	5,04	7,1	9,5	11,5	12,8	14,1	13,6
Inflácia v %	2,5	1,3	-0,5	-0,3	-0,1	1,4	3,6
Výmenný kurz EUR/USD	1,181	1,130	1,107	1,110	1,329	1,328	1,285
Výmenný kurz EUR/CZK	25,647	26,326	27,034	27,279	27,536	25,980	25,149

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa, Štatistický úrad Slovenskej republiky, Národná banka Slovenska)

HDP je ako ekonomický faktor, je pre podnik jedným z najdôležitejších, čo bude neskôr popísané aj v súvislosti s relevantným trhom. Hodnota tohto ukazovateľa vyjadruje výkonnosť národnej ekonomiky. Z tabuľky je vidieť, že za posledné roky je ekonomika v dobrej kondícii, aj keď v rokoch 2012 a 2013 boli ešte citeľné dopady finančnej krízy. Rast pokračoval čoraz väčším tempom v roku 2014 až 2017, pričom medziročne sa zvýšil v roku 2017 až o 2,4 %, čo predstavuje najvyššiu ročnú mieru zmeny od začiatku krízy. Ekonomický rast sa zrýchlil v dôsledku rastu domáceho dopytu, pričom rozhodujúcou zložkou bol rast spotreby domácností a pozitívne prispel aj vývoj čistého exportu. Za rok 2018 sú zatiaľ dostupné len predbežné údaje, napriek tomu je už teraz zrejmé, že bol zaznamenaný významný rast vo všetkých odvetviach až na poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov (ec.europa.eu © 2019).

Inflácia je meraná prostredníctvom percentuálneho prírastku priemerného ročného indexu spotrebiteľských cien (CPI). Cieľom ECB je udržanie stability cenovej hladiny, čo je spojené so stanovenou mierou inflácie na úrovni 2%. K tejto úrovni sa však slovenská ekonomika priblížila len v rok 2013. V roku 2014 sa dostala republika do deflácie v ktorej bola do roku 2017. V tomto roku stúpili ceny v priemere o 1,3 %, pričom rast cien bol spôsobený najmä zdražením potravín, nealkoholických a alkoholických nápojov, dopravy a zdravotníctva. Priemerná inflácia v roku 2018 bola vo výške 2,5 % a spotrebiteľské ceny medziročne klesli o 0,1%. Predikcia odhadu jej vývoja v roku 2019 je vo výške 2,3 %, čo je v súlade s cieľom ECB (2%) (ec.europa.eu © 2019; nbs.sk © 2018).

Rast ekonomiky sa pozitívne prejavil aj na trhu práce. Čo sa týka miery nezamestnanosti, tá na Slovensku v posledných rokoch klesá. Aktuálny stav ku koncu roka 2018 bol 224.549 voľných pracovných miest a pokles nezamestnanosti na úroveň 5,04 %. Podporou v tejto oblasti boli aktivity úradu práce a investície do menej rozvinutých regiónov. Nízka hodnota nezamestnanosti prináša nesúlad medzi ponukou a dopytom po práci, vďaka čomu sa zvyšuje hladina reálnych miezd ale aj nákladov spojených s prácou. Pozitívny efekt je následne možné badať aj z hľadiska mňania úspor domácností, ktoré ich nedržia ale púšťajú späť do ekonomiky, čo má pozitívny efekt aj pre samotnú spoločnosť XY s. r. o.

Posledný významný faktor predstavuje výmenný kurz EUR/USD, ktorý je relevantný z pohľadu nákupu komponentov z Číny a Tawianu. Tieto obchody sú totiž realizované v dolároch, pričom tento druh devíz tvorí v portfóliu podniku približne 85 %. Po kríze v roku 2009, kedy sa v jednom z pokrízových rokov dostal podnik skoro do straty z dôvodu z meny kurzu,

pristúpil k zabezpečovacím prostriedkom, realizovaným prostredníctvom banky. Toto zabezpečenie je cez floating forward, pričom k dnešnému dňu je už fixovaný kurz pre rok 2020 vo výške 1,196 EUR/USD. Na tento druh obchodu musí mať podnik dostatočné finančné prostriedky, ktoré investuje do nákupu meny predom. V prípade podniku banka s touto nákupnou menou ďalej obchoduje až do momentu, kedy ju podnik potrebuje. Za tento obchod následne poskytuje podniku ziskovú prirážku v podobe zvýhodnenia kurzu (nbs.sk © 2019).

Obrázok 7 Vývoj kurzu EUR/USD



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe openiazoch.zoznam.sk © 1997 – 2019

Význam pre podnik má aj výmenný kurz EUR/CZK, nakoľko významný podiel tržieb zo zahraničia plynie práve z predaja v Českej republike. Tento kurz však nemá podnik potrebu si zaisťovať prostredníctvom forwardu, nakoľko jeho vývoj je v priebehu rokov stabilizovaný a jeho zmeny (najmä v posledných rokoch), sú pre spoločnosť skôr výhodou.

Obrázok 8 Vývoj kurzu EUR/CZK



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe Kurzy.cz © 2000 – 2019

6.1.3 Sociálne a demografické faktory

Sociálna a demografická oblasť má priamu súvislosť s fungovaním spoločnosti XY s. r. o. najmä v súvislosti s ľudským faktorom.

V nasledujúcej tabuľke je uvedený rozbor obyvateľstva, z ktorého je zrejmý každoročný nárast počtu obyvateľov, ktorý sa pohybuje okolo 5,4 mil.

Tabuľka 8 Vývoj počtu obyvateľov 2012 - 2017

Rok	Počet obyvateľov	Muži	Ženy	Vekové skupiny		
				0-14	15-64	65 a viac
2012	5 407 579	2 633 866	2 773 714	830 576	3 870 038	710 222
2013	5 413 383	2 637 520	2 775 873	829 925	3 852 888	733 136
2014	5 418 649	2 640 694	2 777 955	830 181	3 834 289	756 879
2015	5 423 801	2 644 205	2 779 596	832 043	3 810 273	783 936
2016	5 430 798	2 648 883	2 781 915	840 228	3 780 456	814 659
2017	5 443 000	2 657 000	2 786 000	844 965	3 764 510	829 757

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa slovak.statistics.sk © 2019

XY s. r. o. pôsobí v Trenčianskom kraji, ktorý má rozlohu približne 4 500 km² a rozprestiera sa na západnej časti Slovenska. Čo sa týka počtu obyvateľov, patrí medzi menšie kraje s 587 364 obyvateľmi. V súvislosti s podnikaním spoločnosti je vyššie uvedené členenie obyvateľstva dôležité či už z pohľadu zamestnávateľa alebo podnikateľa. Z pohľadu zamestnávateľa je prioritný rast produktívnej skupiny obyvateľstva vo veku 15-64 rokov (Štatistický úrad SR © 2019). Je však zrejmé že táto produktívna skupina sa každý rok znižuje, nakoľko dochádza k starnutiu obyvateľstva. Čo sa týka priemerného veku priamo v Trenčianskom kraji, prieskumy za rok 2017 ukázali, že priemerný vek žien bol 43,7 a priemerný vek muža bol 40,7 rokov (Púchovské Noviny © 2015-2019). Tento vek však z roka na rok stúpa, čo pre podnik, ktorý potrebuje najmä sezónnych pracovníkov nie je pozitívny trend. Podľa prieskumov totiž sezónnu prácu vyhľadávajú najmä mladší ľudia, ktorí zatiaľ nemajú tendenciu sa usadiť. Z pohľadu podnikateľa je vývoj stavu obyvateľstva dôležitý najmä kvôli segmentácií produktov. Podnik vyrába rozdielne druhy bicyklov pre deti do 6 rokov a približne do 12 rokov a tiež bicykle pre dospelých. Portfólio výroby je tiež rozdelené podľa produktov pre mužov a ženy. V prípade, že by došlo k výraznejšej natalite, prípadne nárastu skupiny mužov alebo žien za dlhšie časové obdobie, nastala by v podniku otázka rozšírenia alebo zúženia daného segmentu výroby.

Ďalším dôležitým sociálnym faktorom je vzdelanosť. Na Slovensku funguje systém bezplatných vysokých škôl, ktorý je veľmi populárny, čo však posúva hranicu nástupu do práce až od 25 roku života. Nevýhodou je v tomto smere malý počet kvalifikovanej pracovnej sily v oblasti techniky a výroby, nakoľko študenti často uprednostňujú humanitné odbory pred technologickými. Väčšina mladých ľudí z regiónu kvalifikovaných v tejto oblasti, uprednostní prácu v zahraničí, prípadne v inom regióne. Tento trend je nazývaný aj “odliv mozgov“, čo môže do budúcnosti predstavovať problém nie len pre XY s. r. o.

Vďaka nárastu vzdelanosti sa tiež mení počet produktívnych obyvateľov a následne aj vyžadované mzdové ohodnotenie. Na druhú stranu, vedenie podniku tvrdí, že vyšší sociálny status spoločnosti je pre firmu pozitívny, nakoľko ceny produktov, ktoré ponúkajú vyžadujú vyšší rozpočet jednotlivých spotrebiteľov.

6.1.4 Technické a technologické faktory

Nakoľko sa podnik pohybuje v oblasti výroby, technické a technologické faktory sú pre neho zásadné. V súčasnosti má podnik v dlhodobom majetku 3 haly, výrobnú (spojenú s administratívnymi priestormi), sklad a halu pre zabezpečenie odbytu hotových výrobkov a logistiku. Okrem toho spoločnosť pre uskladnenie rámov a náhradných dielov využíva formu sezónneho prenájmu skladovacích priestorov v troch halách v okolí. V oblasti výroby bicyklov všetky inovácie a výskumy pomáhajú výrobe napredovať. Preto spoločnosť sleduje všetky trendy a novinky, ktoré by bolo možné do podniku implementovať, najmä so zameraním na zníženie prácnosti a zvyšovanie kvality výroby. So zvyšovaním kvality súvisí najmä výroba súčiastok. Pri slovenských výrobcoch v súčasnosti panuje trend, že súčiastky a rámy sa navrhnu a následne nechajú doviest' z Taiwanu alebo Číny. Často však dorazia nekvalitné, alebo iné kusy, ako si podnik objedná, pričom nevýhodou je aj doba dodania. Prelom v tejto oblasti urobila spoločnosť Kenzel, ktorá si začala niektoré zo súčiastok vyrábať sama. Tento spôsob výroby by bol však pre podnik XY s. r. o. nevýhodný. Dôvodom je, že podnik Kenzel si vyrába predovšetkým oceľové rámy, ktoré sú vhodné najmä pre detské a dámske bicykle. Značka CTM je však vo väčšine svojho portfólia zameraná na zjazdové bicykle, na ktorých výrobu sú potrebné hliníkové rámy. Celková potreba oceľových rámov je v podniku približne 20 %. Výroba komponentov by tak bola spojená s nutnou významnou modernizáciou a rozšírením výrobných priestorov. Pre získanie týchto výrobných strojov (prípadne výrobných liniek) by následne bolo potrebné kontaktovať zahraničných dodávateľov, nakoľko tu-

zemskí dodávateľia takýchto špecializovaných strojov nie sú. Po celkovo zhodnotení sa podnik rozhodol, že do tejto oblasti rozšírenia svojej výroby investovať v blízkej budúcnosti nebude.

V rámci technologického zázemia je pre podnik zásadná technológia v oblasti výroby e-bicyklov a v oblasti marketingu. V oblasti elektronických bicyklov došlo v posledných rokoch k výraznému pokroku. Ľudia tento typ bicyklov vyhľadávajú najmä kvôli pohodlnej možnosti dopravy do práce, či dlhšej turistiky, pričom zároveň zostáva zachovaných ich zdravý životný štýl, ktorý je v súčasnosti trendom.

V oblasti technológií je kladený značný význam na propagáciu značky CTM, kde sa podnik snaží využívať všetky dostupné oblasti médií a sociálnych sietí. V oblasti online marketingu by chcel podnik (vzhľadom na nedostatok skladových priestorov) zaviesť trend možnosti objednávaní len na základe súčiastok, ktoré už sú na sklade. V praxi by to fungovalo tak, že zákazník by si objednal bicykel, na ktorý sú k dispozícii na sklade všetky komponenty a až následne po tom, by bol výrobok vyrobený. Na zosúladenie tohto spôsobu výroby a objednávkového systému by však bol potrebný maximálne výkonný softvér, zostavený pre podnik na mieru, čo je bohužiaľ nie len nákladné, ale náročné aj z hľadiska počtu potrebných komponentov. Podnik však sleduje vývoj v oblasti technológie a popri diskusiách so špecialistami v tejto oblasti hľadá spôsob postupného zavádzania tejto technologickej noviny.

6.2 Relevantný trh

Pre analýzu relevantného trhu je v prvom kroku potrebné vymedziť bližšie predmet činnosti podľa SK NACE na základe štatistických dát. Hlavný predmet činnosti bude v tejto časti určený pomocou Klasifikácie ekonomických činností podľa SK NACE rev. 2. Hlavná činnosť podniku podľa tejto klasifikácie spadá pod oddiel ekonomiky C - Priemyselná výroba, odvetvie 30 – Výroba ostatných dopravných prostriedkov, kam spadajú činnosti ako stavba lodí a člnov, výroba železničných lokomotív či lietadiel. Poslednou možnosťou je oddiel 30.9 - Výroba dopravných prostriedkov i n. Výsledné zaradenie je už konkrétne vymedzené v časti 30.92.0 Výroba bicyklov a invalidných vozíkov. V rámci tejto práce bude využívané zaradenie spoločnosti na úrovni oddielu SK-NACE 30, čo je najčastejšie členenie, ktoré je možné nájsť vo vykazovaných údajoch. Nakoľko však podiel oddielu 30.92 tvorí podľa prieskumov vykonaných prostredníctvom databázy DATAcube. len približne 9% (dáta čerpané z predaja v eur za rok 2017), budú získané dáta z dôvodu relevantnosti v niektorých prípadoch kvantifikovane odhadované.

6.2.1 Vymedzenie relevantného trhu

Vymedzenie relevantného trhu bude vykonané z hľadísk, ktoré sú primárne pre ďalšie časti práce a to z hľadiska vecného, teritoriálneho, z hľadiska zákazníkov a konkurencie.

Vecné vymedzenie obsahuje identifikáciu produktov a služieb daného trhu. Ako už bolo vyššie uvedené, hlavným predmetom činnosti je výroba a predaj bicyklov, z čoho je možné vyvodit' ako veľkosť dopytu, dopyt po bicykloch a doplnkoch. V rámci doplnkov sú následne rozoznávané náhradné diely a cyklistické doplnky. Náhradné diely predstavujú dovezené komponenty zo zahraničia, ktoré sú následne sprostredkované odberateľom. Cyklistické doplnky zahŕňajú cyklo oblečenie a doplnky ako plastové fľaše, tašky, reflexné prvky a iné. V štatistických údajoch však tieto produkty uvádzané nie sú.

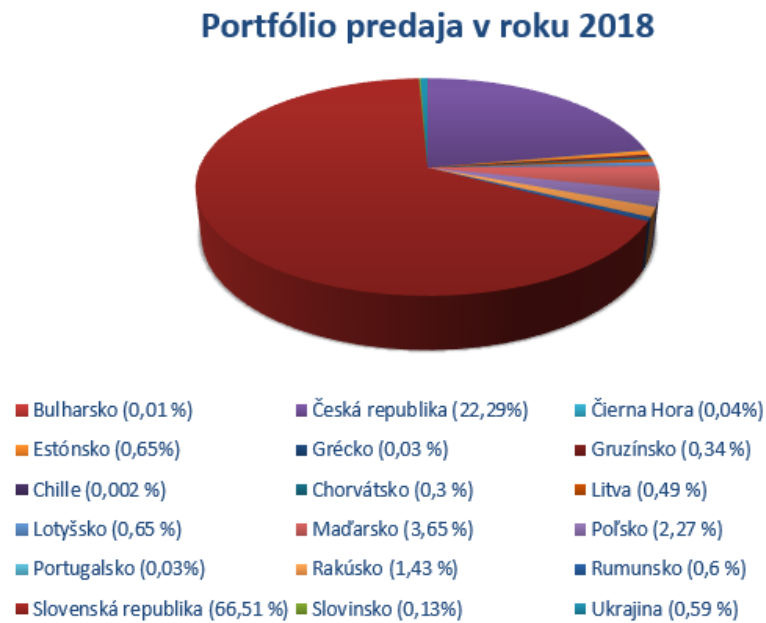
Ako **teritoriálne** vymedzenie trhu je rozumený geografický trh (územie), na ktorom pôsobia predávajúci a kupujúci na strane ponuky a dopytu daného produktu. Geografické vymedzenie v tomto prípade zahŕňa predovšetkým tuzemský trh, nakoľko viac ako 60% tržieb spoločnosti sú tržby zo Slovenska. V súvislosti so zahraničným trhom podnik pôsobí na 14 trhoch EÚ a v troch krajinách mimo EÚ (Ukrajina, Chile, Gruzínsko). V rámci zahraničia však dosahuje významnejší podiel z hľadiska tržieb len na trhu v Českej republike. Na relevantnom trhu bude značka CTM vystupovať na starane ponuky. Na strane dopytu by mohol podnik vystupovať na trhu v Taiwane, nakoľko však nemáme dostatočný prístup k informáciám z tamojšieho trhu, táto analýza vykonaná nebude. Kvalifikovaný odhad o podiele CTM na tuzemskom trhu aj o podieloch jednotlivých zemí na zahraničných trhoch je výsledkom benchmarku trhu a informácií poskytnutých od vlastníkov podniku.

Tabuľka 9 Vývoj tržieb spoločnosti

Tržby za predaj bicyklov a doplnkov za roky 2016-2018						
	2016		2017		2018	
Slovensko	7 298 829	65%	7 362 324	66,23%	8 066 316	66,51%
EÚ	3 917 697	35%	3 710 692	33,38%	3 948 770	32,56%
Tretie krajiny	-	0%	42 962	0,39%	112 832	0,93%
Spolu	11 216 526	100%	11 115 978	100%	12 127 918	100%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných údajov spoločnosti

Obrázok 9 Podiel tržieb plynúcich z hlavného predmetu činnosti



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe výročných správ(2016 – 2018) a interných materiálov spoločnosti

Ako už bolo spomínané v predstavení spoločnosti, z hľadiska **zákazníkov** podnik preferuje model predaja tzv. Business to Business, ktorý vykonáva prostredníctvom kamenných obchodov a doplnkov s bicyklami.

Z hľadiska **konkurencie** má podnik tieto 2 hlavné skupiny konkurentov:

1. Priama konkurencia spoločnosti XY, s. r. o. je zložená zo subjektov pôsobiacich primárne v tuzemsku, nakoľko zahraničným spoločnostiam sa prienik na tuzemský trh moc nedarí. Patrí sem skupina 4roch hlavných konkurentov ktorými sú Kellys, Dema, Kenzel, Specialized. Tí dokážu s podnikom súperiť na všetkých spoločných trhoch z hľadiska technického aj produkčného zázemia.
2. Potenciálna konkurencia predstavuje skupinu spoločností, ktoré majú podobné výrobné možnosti, ale na tuzemskom trhu nepôsobia kvôli svojim produkčným, technologickým či iným obmedzeniam. Jedná sa predovšetkým o zahraničné podniky, ktoré Rock Machine, Superior, Apache, Amulet, Galaxy, Sundance, ktoré však na Českom trhu pôsobia v postavení priamej konkurencie.

6.2.2 Odhad veľkosti relevantného trhu

Odhad veľkosti vyššie uvedených relevantných trhov bude vykonaný na základe analýzy štatistík o predajoch (t. j. tržbách) odvetví SK NACE 30, na základe ktorých bude vykonaný kvantifikovaný odhad tržieb SK NACE 30.92, nakoľko presné údaje nie sú zverejnené. Túto metódu odhadu relevantného trhu odporúča ako jednu z mnohých aj Mařík (2018, s. 79), pričom je však dôležité upozorniť na potrebu odpočítania vývozu a pripočítania dovozu v prípade, že v odvetví figuruje vo významnejšom množstve, čo však nie je prípad trhu výroby bicyklov a invalidných vozíkov. Odhad bude ďalej podložený štatistickými údajmi zo štatistického portálu DATAcube. a údaje budú vychádzať z predaju v EUR za jednotlivé roky. Predaje v EUR predstavujú údaje za predaje bicyklov, ostatných bicyklov a príslušenstva avšak v kategorizácii sú následne vyčlenené ešte rámy, vidlice a niektoré súčasti, ktorých údaje nie sú zverejnené. Podľa interných informácií, môžu tvoriť tieto tržby približne 30% z celkových tržieb ktoré sú dosahované na trhu, preto je tento pomer pripočítaný k podielu na trhu SK NACE 30.92.

Tabuľka 10 Odhad slovenského relevantného trhu

Rok	HDP v mil. EUR	Tržby za výrobky a služby v € SK NACE 30	Predaj v € za vl. výroby SK NACE 30.92	% Podiel z trhu SK NACE 30
2017	84 851	391 612 927	16 137 945	4,12%
2016	81 226	386 101 084	17 367 735	4,50%
2015	79 138	376 067 790	17 707 139	4,71%
2014	76 088	363 441 080	12 234 252	3,37%
2013	74 170	328 687 451	10 257 653	3,12%
2012	72 704	274 999 395	9 758 849	3,55%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe datacube.statistics.sk a slovak.statistics.sk

Z uvedenej tabuľky sú zrejmé, že rast trhu, je volatilný a vo väčšine prípadov rastie spolu s rastom HDP. Ako je však možné vidieť z tabuľky, podiel výroby bicyklov na trhu SK NACE 30 tiež medziročne rastie, aj keď v rokoch 2016 – 2017 bol badaný mierny pokles. Inak trh bicyklov pôsobí stabilne, aj keď jeho previazanosť s rastom HDP môže byť v prípade zmierňovania tempa rastu ekonomiky nevýhodou.

6.2.3 Analýza atraktivity relevantného trhu

Analýza atraktivity trhu bude pre potreby tejto práce slúžiť primárne ako podklad k stanoveniu rizikovej prirážky pre diskontnú mieru. Mala by tiež slúžiť k lepšiemu spoznaniu šancí

a rizík, ktoré sú spojené s oddielom ekonomiky SKNACE 30.92. a zhodnotiť základné faktory pôsobiace na chod spoločnosti.

Obrázok 10 Analýza atraktivity relevantného trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negatívne		Priemer			Poitívne			
		0	1	2	3	4	5	6		
Rast trhu	3					x			4	12
Veľkosť trhu	2				x				3	6
Intenzita konkurencie	3					x			4	12
Priemerná rentabilita	2						x		5	10
Bariéry vstupu	1			x					2	2
Možnosti substitúcie	1					x			4	4
Citlivosť na konjunktúru	1			x					2	2
Štruktúra zákazníkov	2						x		5	10
Vplyvy prostredia	1			x					2	2
Celkem	16									60

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov spoločnosti

Maximálny počet bodov: $16 \times 6 = 96$ bodov

Dosiahnuté hodnotenie: $60 / 96 = 62,50 \%$

Rast trhu

Trh bicyklov má na Slovensku rastúcu tendenciu a podobný trend je očakávaný aj v budúcnosti. Podľa odhadov spoločnosti XY s. r. o. sa na Slovensku v roku 2018 predalo približne 120 000 ks a celkový odhadovaný obrat slovenského trhu bicyklov je približne 50 až 60 mil. €. Presné štatistiky však neexistujú. Rastúci trend je možné vidieť napr. v porovnaní s rokom 2015, kedy sa v tuzemsku predalo 90 850 ks. Rastúca tendencia trhu má však v prípade tuzemska svoje obmedzenia. Dôkazom je aj prevaha exportu nad importom v tejto oblasti.

Možnosti rastu trhu súvisia primárne s dvomi oblasťami. Prvou z nich je bike sharing, ktorý je celosvetovo rozšírený a tento trend preniká už aj na Slovensku. V roku 2016 začal v Prievidzi pilotný projekt Zelený bicykel a Žltý bicykel v Kežmarku, ktorý predstavuje alternatívnu dopravu v mestách. Nasledujúci rok prišla s podobným riešením neúnosnej dopravnej situácie aj Bratislava (Zelený bicykel.sk © 2019). Spoločnosti, ktoré bicykle na prenájom

ponúkajú na trhu nepôsobia dlho a je možné, že pre zníženie nákladov na obstaranie opotrebovaných kusov v budúcnosti oslovia lokálnych výrobcov. Ďalšou možnosťou rastu úzko súvisiacou s alternatívnou možnosťou dopravy sú elektro bicykle. Tieto druhy bicyklov je tiež možné využívať v rámci bike sharingu, čo je jedna z alternatív, ktoré v tomto segmente služieb chýbajú. Toto využitie je však vysoko pravdepodobné, nakoľko s podobnou myšlienkou prišla aj spoločnosť Uber. Tá pripravuje novú službu s názvom Micromobility Robotics v rámci ktorej počíta s plne automatickým riadením elektrických bicyklov. Tie by mali byť po preprave zákazníka schopné zvládnuť celú trasu od miesta vyloženia zákazníka až k stanici dobitia, ktorá bude zároveň počiatočné stanovisko ďalšie jazdy (Autoviny.sk © 2019).

Spoločnosť XY s. r. o. je jednou z najmladších spoločností na trhu, avšak aj napriek tomu má významnú a stabilnú pozíciu. Kľúčovým prvkom je však zameranie na zjazdové bicykle a nie na presunutie ťažiska výroby do elektronických bicyklov. Aj keď v tomto smere ponúka kvalitné a overené modely, neinvestuje do vedy a výskumu a neprichádza s novými vylepšeniami. Plánom je skôr zabezpečenie výroby časti komponentov, po vzore spoločnosti Kellys. Rastový potenciál trhu je hodnotený 4 bodmi zo 6.

Veľkosť trhu

Veľkosť trhu bicyklov, odhadnutá prostredníctvom SK NACE 30.92 je v porovnaní so zahraničím malá. Pri porovnaní tržieb tohto segmentu s HDP za rok 2017 je možné vidieť, že trh tvorí len nepatrné percento.

Aj napriek relatívne malému rozsahu trhu, má spoločnosť dostatok odberateľov v podobe špecializovaných cyklo predajní aj veľkých reťazcov, z ktorých najvýznamnejší je Decathlon. Spoločnosť tiež svoje výrobky exportuje, pričom na zahraničných trhoch je úspešná. Rozširovanie predaja svojej produkcie v zahraničí, tak nie je otázkou dopytu, ale skôr kapacitných možností výroby.

Intenzita konkurencie

V oblasti výroby bicyklov je konkurencia intenzívna, no najmä čo sa týka tuzemských výrobcov. Podľa slov vedenia spoločnosti v súčasnosti na trhu pôsobí veľa silných miestnych značiek, ktoré poznajú potreby tuzemského zákazníka. Na Slovenskom trhu je v súčasnosti približne 5 veľkých výrobcov, ktorí spolu pokrývajú (podľa odhadov spoločnosti) približne 70 % trhu. Všetky tieto podniky sa snažia zavádzať inovatívne možnosti v rámci portfólia produktov, technológií a prístupu k zákazníkom. Ostatné značky ako sú napr. Mayo, Merida,

Cube, Scott či Ghost, majú na trhu menšinové podiely a značne obmedzené šance na ich rozšírenie.

Rentabilita trhu

Odhadovaná priemerná rentabilita vlastného kapitálu trhu (ROE) SKNACE 30 bola v roku 2018 3,32 %, čo však zahŕňa aj výsledky iných podnikov ako tých, ktoré sa zaoberajú predajom bicyklov (slovak.statistics.sk © 2019). Rentabilita konkrétneho odvetvia SKNACE 30.92 v štatistikách ani na stránkach Ministerstva hospodárstva, nie je zverejnená.

Tabuľka 11 Rentabilita SKNACE 30

Rok	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Rentabilita	17,9 %	18,3 %	20,3 %	18,6 %	19,2 %	13,4 %
Rast/pokles	-0,4	-2	1,7	-0,6	5,8	5,6

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov spoločnosti

Podnik vyrába kvalitné a overené výrobky, ktoré sú ponúkané za vyššie ceny. Aj vďaka tomu dosahuje v súčasnosti jednu z najvyšších rentabilit, spomedzi svojich hlavných konkurentov. Pre porovnanie v roku 2017 uviedla spoločnosť Kellys svoje ROE vo výške 8,5 %, Kenzel 2,2 % a Dema vo výške 1,5 % (finstat.sk © 2019) Dôvodom týchto značných rozdielov môžu byť rozdiely prístupov k financovaniu jednotlivých spoločností.

Bariéry vstupu na trh

Bariéry vstupu na trh sú nepriamo spomenuté už v predchádzajúcich bodoch. Najväčšou je v tomto smere stabilná pozícia lídrov na trhu. Tí majú silné technické a technologické zázemie, detailnú znalosť trhu a prepracovanú stratégiu výroby, ktorú vo väčšine prípadov už len zdokonaľujú. Nevyhnutnosťou sú tiež dostatočné skladovacie priestory a bariérou môžu byť aj vysoké náklady, ktoré je nutné investovať do marketingu. Tiež je potrebné dbať na legislatívne faktory, ktoré kladú dôraz najmä na kvalitu, ktorej základné normy udáva Slovenská obchodná inšpekcia.

Na druhú stranu samotný podnik XY s. r. o. vznikol v podmienkach silných konkurentov a priebehu 20 rokov sa vypracoval z malej firmy na lídra na trhu. Jeho silnými stránkami bol najmä inovatívny prístup, dizajn a ľahké (používateľsky výhodné) konštrukcie, vhodné najmä pre zjazdové bicykle. Ak by v súčasnosti chcel na slovenský trh preniknúť nový

výrobca, ktorý by sa zamerlal napr. na inovatívnu výrobu elektro bicyklov, je vysoko pravdepodobné, že by sa presadil. Z tohto dôvodu sú bariéry vstupu na trhu hodnotené ako priemerné, až negatívne.

Možnosti substitúcie

Bicykel predstavuje jedinečný prostriedok, ktorého dokonalý substitút na trhu neexistuje. Zákazník si vyberá podobne vyšpecifikovaný bicykel zo širokej ponuky rôznych výrobcov a predajcov. Rozhoduje iba výsledný dojem, ktorý je zložený z dizajnu, ceny a úžitkovej hodnoty. Za najbližšie substitúty by sa dali považovať kolobežky, či mopedy, ani jedny z nich nedokážu uspokojiť všetky potreby zákazníkov. Kolobežky sú pomalšie a nevhodné dlhšie trasy. Ďalšou nevýhodou kolobežiek môže byť športové hľadisko, nakoľko spotrebiteľ často využíva bicykel aj na športové aktivity. Pri využívaní bicyklov na zjazdové aktivity v teréne už kolobežky ako substitút neprichádzajú do úvahy vôbec. Výhodou naopak je ich využitie na presun po meste, najmä pre možnosť praktickejšieho využitia kombinovanej dopravy. Je tiež otázne, či by boli elektrické kolobežky plnohodnotný substitút elektrických bicyklov. Ich výhodou by v tomto smere bola najmä cenová dostupnosť, nevýhodou bol však bol pravdepodobný kratší dojazd.

V prípade mopedov sa už jedná o oveľa vzdialenejší substitút, na ktorý je potrebné vlastniť vodičské oprávnenie a investovať doň dodatočné náklady v podobe PHM.

Citlivosť na konjunktúru

Pri porovnaní s vývojom HDP je možné povedať, že trh do značnej miery koreluje s vývojom ekonomiky, čo sa týka rastu. Najväčšia odchýlka bola zaznamenaná v roku 2016, kedy ekonomika rástla a naopak SKNACE 30 prudko klesal. Príčiny poklesu tohto trhu v tomto roku nie sú štátnymi inštitúciami zverejnené a aj keď samotná spoločnosť XY s. r. o. potvrdila, že tento rok bol pre ich podnikanie o niečo náročnejší ako predošlé, nevidia významné príčiny tejto skutočnosti.

Z týchto dôvodov je možné označiť citlivosť trhu na konjunktúru za relatívne citlivú, čo z hľadiska atraktivity trhu pôsobí skôr ako negatívny faktor.

Štruktúra a charakter zákazníkov

Štruktúra zákazníkov zahŕňa predovšetkým vyššie spomínaných odberateľov v uvedenom členení. Členenie konečných zákazníkov (spotrebiteľov), na základe ktorých sa zostavuje aj

portfólio výroby však zahŕňa najmä 3 skupiny a to ženy, mužov a deti. Ich detailnejšie členenie následne prebieha podľa veku, príjmovej skupina a typu aktivít, na ktoré si daný bicykel zakupujú. Do portfólia zákazníkov spoločnosti patria aj tí, ktorí si zakupujú športové doplnky a to v rovnakom členení ako pri kúpe bicyklov.

Vplyv prostredia

Vplyv prostredia pôsobí na spoločnosť skôr negatívne a to najmä z hľadiska sezónnosti. V období sezóny je problém s uskladňovaním vyrobených výrobkov a so zamestnávaním kvalifikovaných pracovníkov. Naopak mimo sezóny rieši spoločnosť problémy s prebytkom pracovnej sily, ktorá musí byť zamestnaná inými činnosťami.

Napriek negatívnym vplyvom z hľadiska bariér vstupu na trh, citlivosť na konjunktúru a vplyv prostredia existuje na trhu množstvo možnosti rastu. Výsledné zhodnotenie atraktivity poukazuje na trh, ktorý je mierne nad priemerom.

6.3 Prognóza vývoja relevantného trhu

Pri prognóze vývoja relevantného trhu bola vykonaná regresná analýza, pri ktorej bol ako regresor použitý HDP v bežných cenách, čiže očistený od vplyvu inflácie. Tento regresor bol zvolený na základe pomerne silnej pozitívnej závislosti, pričom index determinácie bol vyčíslený na hodnotu 0,75 (po zaokrúhlení). HDP bude teda vzhľadom na zistenú významnú koreláciu pôsobiť ako faktor určujúci budúci vývoj tržieb odvetvia SK NACE 30. Je to tak z dôvodu nedostupnosti informácií, nakoľko trh bicyklov (SK NACE 30.92) nezverejňuje presné údaje, resp. nie všetci výrobcovia majú štatistickú povinnosť.

Pre výsledný výpočet bola použitá lineárna funkcia v tvare

$$\textit{Tempo rastu tržieb} = -38044261,66 + 665,8360897 * \textit{HDP}$$

Tabuľka 12 Predikcia vývoja tržieb daného odvetvia

Rok	HDP v mi. EUR v b.e.	Tempo rastu HDP	Tržby relevant- ného trhu v €	Tempo rastu tr- žieb relevant- ného trhu
Vstupné dáta	2012	72 704	274 999 395	
	2013	74 170	328 687 451	19,52%
	2014	76 088	363 441 080	10,57%
	2015	79 138	376 067 790	3,47%
	2016	81 226	386 101 084	2,67%
	2017	84 851	391 612 927	1,43%
Prognóza	2018	90 550	458 858 244	17,17%
	2019	97 584	518 056 815	12,90%
	2020	104 347	574 974 635	10,99%
	2021	108 500	609 926 535	6,08%
	2022	113 800	654 531 657	7,31%
Tempo rastu v 2013-2017		3,14 %		7,33 %
Tempo rastu v 2018-2022		6,06 %		10,89 %

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Ministerstva financií finance.gov.sk, s. 19, NBS nbs.sk, s. 16

Predikcia HDP bola čerpaná zo stránok NBS a Ministerstva financií. Podklady k výpočtu boli vykonané prostredníctvom použitia korelačnej a regresnej funkcie v programe Microsoft Excel a sú zobrazené v prílohe P III.

Z tabuľky je zreteľný rast relevantného trhu, ktorý je najmä vzhľadom k očakávanému rastu ekonomiky, najsilnejší v rokoch 2018 - 2020. Z údajov, ktoré už v tejto dobe zverejnilo Ministerstvo financií za rok 2018 je táto predikcia rastu HDP potvrdená.

6.4 Analýza konkurencie a vnútorného potenciálu podniku

V tejto časti strategickej analýzy bude vykonaná analýza mikroprostredia, vyjadrujúca konkurenčnú silu podniku. Výsledkom bude zhodnotenie postavenie XY s. r. o. na trhu a konkurencieschopnosti v porovnaní s hlavnými konkurentmi na trhu. Podkladom pre toto zhodnotenie bude tvoriť tržný podiel spoločnosti, konkurenti a budúci vývoj tržieb.

6.4.1 Stanovenie tržného podielu

V nižšie uvedenej tabuľke je zobrazený podiel spoločnosti na celkovom trhu ostatných dopravných prostriedkov. V prehľade je vidieť, že aj napriek tomu, že tržby spoločnosti v priebehu rokov stabilne rastú (výnimkou je mierny pokles v roku 2017), jej podiel na trhu rastie pomalším tempom.

Tabuľka 13 Tržný podiel podniku

Rok	Tržby odvetvia SK NACE 30 v €	Tržby spoločnosti v €	Podiel spoločnosti na trhu	Rast / pokles v %
2012	274 999 395	3 446 634	1,25%	-
2013	328 687 451	5 547 400	1,69%	0,43%
2014	363 441 080	6 799 076	1,87%	0,18%
2015	376 067 790	8 592 280	2,28%	0,41%
2016	386 101 084	9 993 871	2,59%	0,30%
2017	391 612 927	9 890 024	2,53%	-0,06%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výsledkov ročných zisťovaní v priemysle podľa Slovenského štatistického úradu a interných materiálov podniku

Predikcia tržného podielu podniku bude vychádzať z prognózy vývoja relevantného trhu a z prognózy tržieb relevantného podniku, ktorá bude vyčíslená v časti 6. 5.

Tabuľka 14 Predikcia tržného podielu podniku 2018-2022

F2018	F2019	F2020	F2021	F2022
2,66 %	2,63 %	2,61 %	2,69 %	2,72 %

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výsledkov ročných zisťovaní v priemysle podľa Slovenského štatistického úradu a interných materiálov podniku

Tržný podiel spoločnosti sa pohybuje v priemere okolo 2,66 %, čo predstavuje stabilný podiel spoločnosti na trhu. Nárast tohto podielu sa prejavil najmä vďaka aplikovaným obchodným stratégiám a inovatívnemu marketingu a v budúcnosti je očakávaný jeho stabilný rast.

6.4.2 Porterov medel 5 sil

V rámci tohto modelu bude analyzované konkurenčné prostredie spoločnosti, pričom do úvahy bude braných týchto 5 faktorov: vstup nových konkurentov, tlak zo strany substitútov, vyjednávajúci vplyv odberateľov, vyjednávajúci vplyv dodávateľov a intenzita súperenia medzi súčasnými konkurentmi.

6.4.2.1 Vstup nových konkurentov

Pri vymedzení bariér vstupu na trh boli uvedené niektoré faktory, ktoré vstupu nových konkurentov zabraňujú. Noví konkurenti na slovenskom trhu (ktorí je pre podnik prioritný) môžu vzniknúť primárne dvoma spôsobmi a to ako noví začínajúci podnikatelia alebo zahraniční výrobcovia, ktorí chcú umiestniť svoje výrobky na tomto trhu.

Nakoľko sa pri výrobe bicyklov jedná o oblasť výroby a nie o poskytovanie služieb, je už zo začiatku zrejmé, že vstup na tento trh bude vyžadovať primárne dve zložky: dostatočný vstupný kapitál a čas. Tieto faktory sú najviac relevantné najmä pre začínajúcich výrobcov. Vstupný kapitál podobe výrobných liniek, výrobných hál na skladovanie, dostatočné personálne zabezpečenie a k tomu ešte faktor sezónnosti, sú len niektoré z veličín, ktoré pôsobia na začínajúcich podnikateľov skôr demotivačne. Negatívne pôsobí aj nutnosť dovozu väčšiny komponentov z Ázie alebo Taiwanu. S tým následne súvisí aj výber kvalitných dodávateľov, pričom dostať sa k informáciám vďaka ktorým by ich bolo možné kontaktovať je veľmi obtiažne. Výroba jednotlivých komponentov je veľmi náročná záležitosť a jediná spoločnosť, ktorá si zabezpečuje väčšinu výroby sama, je spoločnosť Kenzel. K tomuto kroku však podnik dospel až po mnohých rokoch praxe.

Prirodzene, vždy sa nájde možnosť, ako tieto negatívne faktory aspoň čiastočne obísť. Príkladom je aj obnovenie značky Favorit Czechoslovakia v roku 2015, ktorá skončila s výrobou v roku 1990. R. Toto obnovenie výroky v Jeseníku a na Slovensku si vyžiadalo niekoľko desiatok miliónov CZK. Tieto bicykle sú vyrábané presne na mieru, pričom sú vybavené technickými novinkami. Základná cena jedného kusu je 2000 € a výroba obsahuje zatiaľ len niekoľko desiatok kusov. Tieto bicykle však môžu byť považované za luxusný tovar a v prípade, že sa ich výroba zvýši, môže spoločnosť dosiahnuť významný podiel na trhu prostredníctvom tržieb (etrend.sk © 2019). Potenciálnou hrozbou v rámci konkurencie je aj lacný dovoz čínskych elektro bicyklov. V súčasnosti existujú zistenia Európskej komisie, že čínski výrobcovia dostávajú dotácie, ktoré umožňujú dovážať elektrické bicykle do Európy za dumpingové ceny. Na margo toho chce Európska komisia uvaliť na tento druh dovozu anti-dumpingové clá, je však náročné v tomto smere predikovať budúci vývoj (euractiv.sk © 2003-2019).

Prienik výrobcov zo zahraničných trhov je druhou najvýznamnejšou možnosťou vzniku novej konkurencie. O prienik zo zahraničia sa primárne snažia značky z Čiech a Poľska, avšak zatiaľ len s nepatrnými výsledkami. Na trhu je totiž malé množstvo silných výrobcov, ktorí poznajú potreby zákazníka, ktorí rád kupuje overené produkty. Vznik nových značiek na trhu tiež nemusí nevyhnutne znamenať vstup nových spoločností. Príkladom je prístup spoločnosti Kellys, ktorá zastáva myšlienku, že čím viac má podnik značiek, tým širší trh dokáže pokryť.

6.4.2.2 Tlak zo strany substitútov

Vymedzenie možných substitútov bolo uvedené v časti zameranej na atraktivitu trhu. Najbližšie bicyklu sú potenciálne kolobežky predovšetkým v elektrickom prevedení. Nejedná sa však o významný substitút, z toho dôvodu nie je evidovaná hrozba zo strany substitútov vysoká.

6.4.2.3 Vyjednávacie vplyv odberateľov

Obchodná stratégia XY, s. r. o. je z pohľadu štruktúry odberateľov veľmi premyslená. Podnik distribuuje svoje bicykle množstvu špecializovaných cyklo shopov, ktorých je len na Slovensku približne 160. Žiadny z nich ale nie je na toľko významný, aby zrušením svojho odberu podnik významne poškodil. V roku 2018 podnik eviduje približne 900 predajných miest, pričom najväčší predajcovia na Slovenskom trhu sú Kaktus Bike (Bratislava), ktorý realizoval v roku 2018 predaj pre podnik vo výške 395 981 € a KUBICAŠPORT (Žilina), ktorého predaj za rok 2018 bol vo výške 824 698 €. Podnik tiež zabezpečuje predaj prostredníctvom internetových predajcov a dealerov. Distribúciu však výhradne nezabezpečujú obchodné reťazce, ktoré by na prvý pohľad mohli mať najsilnejšiu vyjednávaciu silu. S odbytom firiem tiež pomáhajú výstavy, pričom najväčšia z nich v Európe je Eurobike v Nemecku, kde sa napr. v roku 2018 zúčastnilo 1 400 vystavovateľov z 96 krajín. Vyjednávajúca sila odberateľov je vzhľadom na tieto skutočnosti nízka.

V odvetví bicyklov síce neexistuje silná diferenciácia výrobkov, existuje však množstvo silných značiek, na ktoré môže spotrebiteľ jednoducho prejsť, pričom ho to nič nestojí. Rozhodujúcimi faktormi sú pri tom cena a kvalita. Odberatelia majú teda svojím spôsobom vplyv na odvetvie predaja bicyklov a v podobe tlaku na znižovanie ceny, zvýšenie kvality či poskytovanie lepších služieb.

6.4.2.4 Vyjednávacie vplyv dodávateľov

Podnik má v súčasnosti približne 69 dodávateľov avšak nakoľko je pre montáž bicykla potrebné veľké množstvo komponentov, pre jednotlivé súčiastky existuje vždy len niekoľko dodávateľov. Najrizikovejšou oblasťou sú dodávatelia z tretích krajín, kde existuje okrem kurzového rizika aj riziko nekvalitnej či oneskorenej dodávky. Po objednaní sú tieto komponenty dopravené loďou, odkiaľ sú prevezené kamiónmi do skladu. Celý proces objednávaní a následnej dodávky trvá niekoľko mesiacov a v prípade realizácie niektorého zo spomenutých rizík by podnik mohol utrpieť značné straty. Za najvýznamnejších patria v tejto

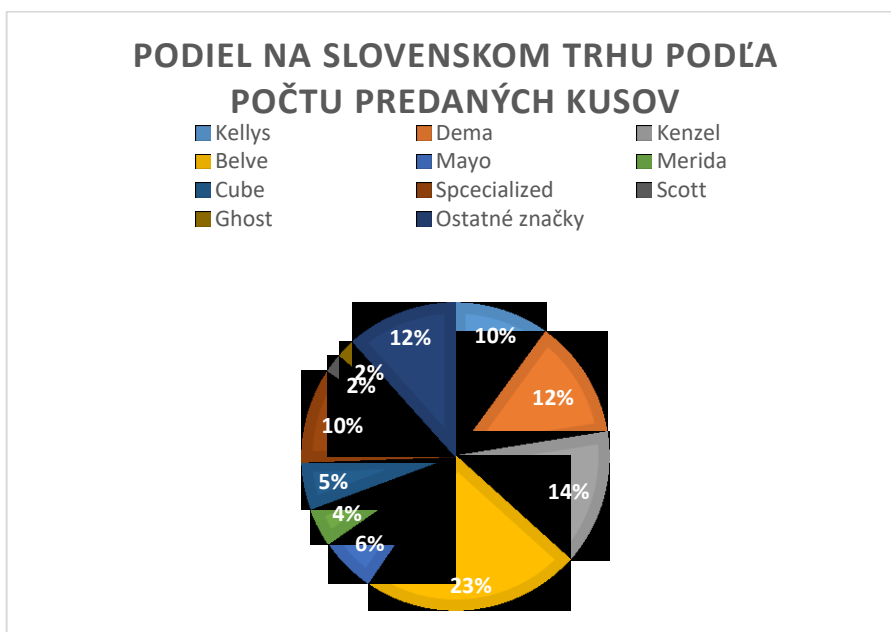
kategórií spoločnosti: SUPERTON industrial ltd. (Hong Kong), R&N CYCLE corp. (Taipei), Amethy (Taipei).

Z kategórie dodávateľov z EÚ patria medzi najvýznamnejších spoločností Messingschlager GmbH&Co. a Paul Lange Oslany s. r. o. , od ktorých nakupuje podnik komponenty v stovkách tisíc eur. Ak by podnik o týchto zahraničných dodávateľov prišiel, má prístupných iných dodávateľov z nemeckého trhu. Z toho dôvodu ich vyjednávajúci vplyv nie je taký významný ako pri dodávateľoch z tretích krajín.

6.4.2.5 Intenzita súperenia medzi súčasnými konkurentmi

Intenzita medzi súperiacimi konkurentmi je značná a to najmä z toho dôvodu, že vedúce postavenie sa snaží získať niekoľko veľkých spoločností, medzi ktoré sa v súčasnosti radí aj XY s. r. o. Podľa predbežných odhadov spoločnosti sa za rok 2017 na slovenskom trhu predalo 120 000 ks bicyklov, pričom štruktúra konkurenčných spoločností bola nasledovná:

Obrázok 11 Podiel na trhu na základe výroby v roku 2017



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe Finstat, s. r. o. , účtovných zvierok spoločností, interných materiálov podniku

Z grafu je zrejmé, že spoločnosť zastávala v tomto období výraznú líderskú pozíciu, k čomu prispelo množstvo faktorov, súvisiacich s jednotlivými hlavnými konkurentmi. Tými sú predovšetkým spoločnosti Kellys, Kenzel, Dema a Specialized. Z globálnych a európskych značiek sú najvýznamnejšie značky Merida, Cube, Specialized, Scott a Ghost. Do portfólia ostatných značiek patria okrem iného aj českí výrobcovia ako Author a Leadrefox. Tí podľa

odhadov exportujú na európsky trh približne 10 % svojej produkcie, pričom na Slovensku sú to jednotky percent.

KELLYS BICYCLES s. r. o. / Kellys s. r. o.

Táto spoločnosť je významným európskym hráčom, je členom americkej skupiny Cycle Source Gropu so sídlom v New Worku a aj Asociace výrobcu a dovozcu zjazdových bicyklov so sídlom v Českej republike. Spoločnosť na trhu pôsobí od roku 1991 a v súčasnosti je registrovaná v 29 štátoch sveta. Vďaka skúsenostiam zo zahraničia si podnik prináša množstvo inovácií. Jednou z nich je aj riešenie problému so sezónnosťou prác a to tým spôsobom, že v septembri sa predstaví nová kolekcia, odberatelia sú vyzvaní na záväzné objednávky a následne začína sa s výrobou. Podnik XY s. r. o. takto nefunguje kvôli náročnosti na skladové priestory a kapitál. Odberatelia bicykle prevezmú a zaplatia až v novej sezóne vzhľadom malé skladovacie priestory.

Celková odhadovaná produkcia spoločnosti je približne 90 000 ks, pričom na Slovensku sa predáva približne 12 000 ks. Zverejnené tržby spoločnosti za rok 2017 boli 48 930 888 €. Väčšina tejto produkcie však pochádza z predaja zo zahraničia, na ktoré pred približne 8 rokmi preorientoval svoje zameranie.

KENZEL s. r. o.

Spoločnosť Kenzel je hurbanovská značka, ktorá vznikla v rovnakom roku ako spoločnosť Kellys. Táto spoločnosť má z konkurenčného hľadiska veľký potenciál, nakoľko ako jediná zo slovenských výrobcov nie je závislá od čínskych komponentov. Podnik je v súčasnosti schopný si sám zabezpečiť výrobu ráfikov, kolies, ocelových rámov, vidlíc lakovňu a čiastočne aj dizajn. V tomto smere má podnik veľkú konkurenčnú výhodu, nakoľko komponenty z Číny neprichádzajú vždy v 100% stave a ich dodanie trvá niekedy aj 6 mesiacov, čo potvrdzuje aj spoločnosť XY, s. r. o. Kenzel dokáže túto dobu skrátiť na 2 týždne. Odhadovaná produkcia spoločnosti je 35 000 ks, pričom na slovenský trh odchádza približne 17 000 ks. Zverejnené tržby spoločnosti za rok 2017 boli 532 864 € (Barecz & Conrad Media, s.r.o © 2018).

Dema s. r. o.

Senecká spoločnosť Dema, vznikla ako značka v roku 1996, pričom v tomto roku spoločnosť uviedla na trh svoju prvú kolekciu bicyklov. V súčasnosti sa podnik zameriava predovšetkým na elektro bicykle, čím sleduje trend trhu. Spoločnosť exportuje viac ako 50 %

svojej produkcie do zahraničia, pričom na slovenský trh putuje približne 15 000 ks. Tržby spoločnosti za rok 2017 sa pohybovali vo výške 756 967 €.

Specialized

Spoločnosť Specialized ako jedna z mála zahraničných dosiahla celkom značný podiel na slovenskom trhu. Spoločnosť bola založená v roku 1974 a jej sídlo v Californii a odhadovaná spoločnosť je v súčasnosti 500 000 000 dolárov.

6.4.3 Analýza konkurenčnej pozície spoločnosti

Prostredníctvom analýzy vnútorného potenciálu spoločnosti je v tejto časti možné posúdiť schopnosť podniku využívať príležitosti ponúkané trhom a schopnosť čeliť rôznym hrozbám a konkurenciám.

Faktory, ktoré ovplyvňujú tržný podiel podniku sú rozdelené na faktory priame (priamo vnímané zákazníkom, majú vplyv na jeho rozhodovanie) a faktory nepriame (podpriemerné, vytvárajúce určité zázemie)

Tabuľka 15 Analýza konkurenčnej pozície spoločnosti

	Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie						váha*body	
			Konkurencia má prevahu		Priemer		Podnik má prevahu			
			0	1	2	3	4	5		6
Priame faktory	1. Cenová úroveň	3						x		15
	2. Šírka sortimentov	3				x				9
	3. Hĺbka sortimentu	3				x				9
	4. Kvalita tovaru	4					x			16
	5. Bežná dostupnosť	1				x				3
	6. Rýchlosť obsluhy	2			x					4
	7. Kvalita obsluhy	2				x				6
	8. Úroveň predajní	2					x			8
	9. Účinnosť reklamy	5						x		25
	10. Image firmy	3					x			12
Nepriame fak-	11. Kvalita manažmentu	3					x			12
	12. Výkonný personál	6				x				18
	13. Systém riadenia tovaru	3				x				9
	14. Majetok a investície	2			x					4
	15. Finančná situácia	2				x				6
	Celkom	44								156

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov spoločnosti

Maximálny počet bodov = $6 * 34 = 204$

Hodnotenie = $156 / 204 = 76,47 \%$

Vzhľadom k tomu, že vybraný podnik dosiahol hodnotenie > 60 % je možné aj naďalej predpokladať rastúci vývoj tempa rastu tržieb.

6.5 Prognóza tržieb spoločnosti

Predikcia prognózy tržieb spoločnosti vychádza z hodnotenia konkurenčnej sily a analýzy atraktivity trhu. Vybraný podnik disponuje konkurenčnou silou 76,47 % a atraktivitou na úrovni 62,5 %. Na základe týchto výsledkov patrí medzi podnikmi s dobrou perspektívou a veľkým potenciálom.

Tabuľka 16 Prognóza tržieb podniku

Rok	Index roku	Vstupné dáta		Teoretické hodnoty	
		Tržby spoločnosti v €	Tempo rastu spoločnosti	Čas (lineárna funkcia)	Tempo rastu spoločnosti
2011	1	2 294 914		2 481 527	
2012	2	3 446 634	50,19%	3 871 694	56,02%
2013	3	5 547 400	60,95%	5 261 861	35,91%
2014	4	6 799 076	22,56%	6 652 028	26,42%
2015	5	8 592 280	26,37%	8 042 196	20,90%
2016	6	9 993 871	16,31%	9 432 363	17,29%
2017	7	9 890 024	-1,04%	10 822 530	14,74%
2018	8			12 212 698	12,85%
2019	9			13 602 865	11,38%
2020	10			14 993 032	10,22%
2021	11			16 383 199	9,27%
2022	12			17 773 367	8,49%
Priemerný rast 2011-2017			22,29 %		28,54 %
Priemerný rast 2018-2022					10,44 %
Upravený index determinácie					0,964

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe auditovaných účtovných závierok spoločnosti

Prognóza tržieb vychádzala z regresora času. Nakoľko korelačný index sa pohyboval na hranici 0,98 čo vykazuje veľmi silnú závislosť, bola aplikovaná pri výpočte lineárna funkcia v tvare:

$$\text{Prognóza tržieb spoločnosti} = 1091359 + 1390167 * \text{Index roku}$$

V tabuľke je zobrazený predpokladaný vývoj tržieb spoločnosti, ktorý vykazuje síce klesajúci, avšak stále pozitívny trend, ktorý je možné badať aj vo vývoji predikovaných tržieb relevantného trhu. Nakoľko v pokrízových rokoch podnik prehodnotil svoju stratégiu, najmä

čo sa týka objednávanía komponentov zo zahraničia (prostredníctvom fixácie meny) rast jeho tržieb sa dramaticky zvýšil. V posledných rokoch však pomaly dochádza k stabilizácii výnosov, pričom ak bude chcieť tento mierne klesajúci trend zvrátiť, bude potrebné prijať nové inovatívne opatrenia.

6.6 SWOT analýza

Na základe analýzy vonkajšieho a vnútorného prostredia vybraného podniku, vrátane analýzy konkurencieschopnosti, bola zostavená SWOT analýza, ktorá je znázornená v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 17 SWOT analýza podniku

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> - Dlhá existencia a dobrá povest' - Kvalitný a overený tovar - Expanzia do zahraničia - Vysoká odbornosť zamestnancov - Motivačný odmeňovací systém - Silná účinnosť marketingu - Kvalitná technológia 	<ul style="list-style-type: none"> - Značný vplyv sezónnosti na výrobu - Relatívne silný vplyv dodávateľov - Nedostatok odborne vzdelanej pracovnej sily - Potreba dostatočných skladovacích a výrobných priestorov vzhľadom k množstvu výroby
Priležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> - Rozšírenie portfólia e-bikov - Expanzia na nové trhy - Dostatočný priestor na cenovú variabilitu - Účasť na veľtrhoch 	<ul style="list-style-type: none"> - Legislatívne zmeny - Prienik čínskych výrobcov a dovozcov na európsky trh - Citelná zmena kurzu CZK; USD - Prienik zahraničných výrobcov na tuzemský trh

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe informácií od manažmentu

Za hlavnú silnú stránku spoločnosti je považovaný jej kvalitný a overený tovar a nepoškodená dobrá povest' podniku. Tieto dva faktory sú kľúčové, vzhľadom na fakt, že na trhu sa pohybuje len niekoľko kľúčových spoločností. Strata dobrej povesti by tak mohla znamenať dramatický pokles zákazníkov, ktorý by automaticky prešli ku konkurencii. Bicykle však prechádzajú rôznymi záťažovými testami, pričom kontrolu jednotlivých komponentov náhodne vykonáva aj Slovenská obchodná inšpekcia. Čo sa týka zamestnancov, tí predstavujú

silnú aj slabú stránku podniku. Pre montáž bicyklov sú potrebné odborné a technické znalosti, čo nastavuje podmienku dostatočnej odbornosti personálu. Na druhej strane je problém takto kvalifikovanú pracovnú silu nájsť.

Najsilnejšou slabou stránkou spoločnosti je sezónnosť výroby, ktorá pôsobí prakticky v celom segmente výroby bicyklov. Riešením by mohla byť diverzifikácia výrobného portfólia o iný typ výrobkov. Na to by však boli potrebné značné investície, najmä do skladovacích priestorov a technického vybavenia.

Príležitosti spoločnosti sú úzko previazané s technickým a technologickým pokrokom, najmä v oblasti elektronických bicyklov. Na slovenskom trhu sú síce tieto bicykle ponúkané, avšak často nespĺňajú všetky požiadavky zákazníka, najmä vzhľadom na výdrž batérie a dojazd. Veľkou príležitosťou je aj expanzia na nové trhy, či zvyšovanie podielu na tých súčasných.

Za najväčšiu hrozbu pre podnik je možné považovať masívny prienik distribútorov a predajcov z Číny. V súčasnosti sú na čínske bicykle uvalené clá, avšak predikcia do budúcnosti je nejasná, najmä v oblasti elektronických bicyklov. Ďalšou významnou hrozbou je dramatický nepriaznivý vývoj kurzu v Českej republike. Spoločnosť totiž tento kurz nemá žiadnym spôsobom fixovaný čo je vzhľadom na nezanedbateľný podiel svojich tržieb z tejto oblasti možné považovať za hrozbu.

6.7 Zhodnotenie výsledkov strategickej analýzy

Vykonanie strategickej analýzy by mal byť prvopočiatok každého oceňovacieho procesu, nakoľko sa v nej zohľadňujú a prehodnocujú podmienky spoločnosti vytvárať v budúcnosti hodnotu. Spoločnosť XY, s. r. o. je možné na základe kompletnej strategickej analýzy považovať za perspektívny podnik. Vďaka relatívne stabilnému rastu ekonomiky a tiež rastu tržieb podniku je možné v nasledujúcich rokoch očakávať posilnenie jej tržného podielu. Aj napriek silnej konkurencii má oceňovaná spoločnosť relatívne silnú pozíciu na trhu a to najmä vďaka širokému portfóliu bicyklov, modernému dizajnu a prijateľným cenám.

Ako už bolo spomínané, najnebezpečnejšou oblasťou pre podnik je nepriaznivý vývoj makroekonomických ukazovateľov. Makroekonomické ukazovatele ako HDP, nezamestnanosť, či vývoj kurzov zatiaľ ovplyvňujú podnik priaznivo, ako však ukazuje história ekonomika je cyklická a po období expanzie a dosiahnutia vrcholu prichádza recesia, vyznačujúca sa poklesom HDP. Tento fakt bol tiež zohľadnený pri predikcii vývoja tržieb relevantného trhu.

Problémom môže byť tiež získavanie kvalifikovanej pracovnej sily, avšak tento nedostatok by teoreticky mohla vyriešiť pracovná sila zo zahraničia, ktorou v súčasnosti (okrem jedného pracovníka) podnik nedisponuje. Je tomu tak aj vzhľadom k regiónu, v ktorom pôsobí.

Z analýzy konkurencie vyplýva, že na trhu sú silní hráči, so stabilnou pozíciou a dlhou výrobnou tradíciou. Preto ak chce podnik svoj podiel zvýšiť, môže sa zamerať na možnosť inovácií, ktorú mu ponúka trh elektrických bicyklov. Samozrejme existujú aj iné možnosti zvýšenia tržného podielu akými sú napríklad akvizície, cudzie zdroje získané formou emisie dlhopisov a mnoho iných možností. K rastu mu tiež môže citelným spôsobom pomôcť rast cien avšak túto možnosť by bolo vhodné využiť ako jednu z posledných alternatív, prípadne k nej pristupovať veľmi obozretne.

7 FINANČNÁ ANALÝZA

V rámci finančnej analýzy bude vykonaný rozbor účtovných zvierok za roky 2015 - 2018. Závierky za roky 2015 – 2017 boli overené audítorm a je ich možné nájsť zverejnené v Registri účtovných zvierok. Účtovná zvierka za rok 2018 vzhľadom na obdobie spracovania tejto práce ešte neprešla overením audítora. Všetky doplňujúce informácie a komentáre pochádzajú z interných údajov vybraného podniku.

Základnou úlohou tejto finančnej analýzy bude vykonať rozbor finančného zdravia podniku a vytvoriť základ pre finančný plán, z ktorého bude vychádzať následne konečná výnosová hodnota.

7.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

Pri analýze absolútnych ukazovateľov bola vykonaná vertikálna a horizontálna analýza vybraného podniku. Ako základňa pre tieto analýzy boli použité aktíva, pasíva, výnosy a náklady podniku.

7.1.1 Analýza majetkovej a finančnej štruktúry

Majetková štruktúra podniku zaznamenala od roku 2015 rastúcu hodnotu bilančnej sumy aktív, pričom najvýznamnejší nárast je možné nájsť práve v roku 2018. Už na prvý pohľad je zrejmé, že sa jedná o výrobný podnik, nakoľko obežné aktíva tvoria viac v každom roku viac ako 70 % a v roku 2018 až 80 % celkového majetku.

Obrázok 12 Vertikálna a horizontálna analýza podniku 2015-2018

Položky	Vertikálna analýza				Horizontálna analýza		
	2015	2016	2017	2018	16/15	17/16	18/17
Aktíva celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	5,40%	9,39%	19,51%
A. Dlhodobý majetok	26,66%	26,22%	23,26%	17,29%	3,67%	-2,97%	-11,15%
A.I. DM Nemotný	0,72%	0,82%	0,53%	0,26%	20,53%	-29,33%	-41,49%
A.I.2 Softvér	0,00%	0,77%	0,50%	0,25%	-	-29,15%	-41,15%
A.I.3 Oceniteľné práva	0,00%	0,05%	0,03%	0,01%	-	-31,95%	-46,95%
A.I.7 Poskytnuté preddavky na DNM	0,72%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	-	-
A.II. DM Hmotný	25,94%	25,40%	22,72%	17,03%	3,21%	-2,12%	-10,44%
A.II.1 Pozemky	0,92%	0,91%	0,83%	0,70%	4,32%	0,00%	0,00%
A.II.2 Stavby	18,28%	21,80%	18,85%	14,57%	25,74%	-5,41%	-7,63%
A.II.3 Samostatné hnutelné veci	2,11%	2,44%	3,04%	1,72%	22,18%	36,12%	-32,41%
A.II.7 Obstarávaný DM	4,47%	0,00%	0,00%	0,04%	-100,00%	-	-
A.II.8 Poskytnuté preddavky na DHM	0,17%	0,24%	0,00%	0,00%	52,74%	-100,00%	-
B. Obežné aktíva	73,22%	73,65%	76,67%	82,36%	6,01%	13,87%	28,38%
B.I. Zásoby	67,40%	61,80%	71,70%	70,99%	-3,36%	26,91%	18,32%
B.I.1 Materiál	32,71%	17,91%	19,05%	23,12%	-42,28%	16,32%	45,06%
B.I.3 Výrobky	7,98%	17,86%	26,47%	23,69%	135,88%	62,19%	6,92%
B.I.2 Nedokončená výroba	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	-	-	-
B.I.4 Tovar	9,50%	11,64%	13,44%	12,03%	29,15%	26,37%	6,96%
B.I.6 Poskytnutá záloha na zásoby	17,22%	14,40%	12,73%	12,12%	-11,89%	-3,23%	13,73%
B.II. Dlhodobé pohľadávky	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	-	-
Iné pohľadávky	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	-	-
B.III. Krátkodobé pohľadávky	4,88%	7,39%	4,69%	6,71%	59,81%	-30,58%	70,88%
B.III.1 Pohľadávky z obchodného styku	2,78%	5,96%	3,50%	3,62%	125,90%	-35,71%	23,35%
B.III.7 Daňové pohľadávky a dotácie	2,09%	1,40%	1,17%	3,07%	-29,53%	-8,61%	213,99%
B.III.9 Iné pohľadávky	0,00%	0,03%	0,02%	0,02%	-	-36,65%	20,50%
B.IV. KFM	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-	-	-
B.V. Finančné účty	0,91%	4,45%	0,28%	4,66%	414,97%	-93,24%	1924,30%
B.V.1 Peniaze	0,76%	0,88%	0,07%	0,23%	22,64%	-90,81%	275,48%
B.V.2 Účty v bankách	0,15%	3,57%	0,20%	4,43%	2366,97%	-93,84%	2532,55%
C. Časové rozlíšenie	0,12%	0,13%	0,08%	0,35%	12,70%	-34,08%	435,44%
C.2. Náklady budúcich období	0,12%	0,13%	0,08%	0,35%	12,70%	-34,08%	435,44%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe auditovaných účtovných zvierok 2015-2017 a neauditovanej účtovnej zvierky 2018

Štruktúra dlhodobého majetku je tiež silne spätá z výrobou. V priebehu rokov 2016 - 2018 dochádzalo k jeho každoročnému nárastu, ktorý je spôsobený vplyvom jeho rôznych obnov a rozširovania. Najvýznamnejší podiel z DM tvoria stavby, ktoré sú z hľadiska životnosti nové a plne vo vlastníctve podniku. Ďalšími významnými položkami sú samostatne hnutelné veci a softvér.

Pri podrobnejšej analýze dlhodobého majetku je vidieť obstaranie softvéru v roku 2016 a vznik oceniteľného práva. Pri obstaraní softvéru sa jedná o významnú investíciu, nakoľko podnik potrebuje mať k výrobe a distribúcií dostatočné technické zázemie. Aj keď súčasný softvér ešte nie je odpísaný, úplne nevyhovuje potrebám podniku. Táto téma, ako k potenciálnej investícií do budúcnosti, bude ďalej rozoberaná v časti 9.4. V posledných dvoch rokoch nebol do podniku zaradovaný žiaden nový DNM, z toho dôvodu bol pod vplyvom odpisov v medziročný pokles tejto položky okolo 40 %. Štruktúra DHM odráža investície

do 4 hál, pričom posledná bola do majetku zaradená v roku 2016 (a v roku 2017 dokončovacie práce vedené ako technické zhodnotenie) a zaradenie nového pozemku. Z tohto dôvodu bol pri stavbách zaznamenaný medziročný rast 25,74 % v roku 2016, pričom medziročný pokles o rok neskôr boli nízky z dôvodu zaradenia technického zhodnotenia. Ďalšou neoddeliteľnou časťou DM sú stroje a výrobné linky. V tejto oblasti došlo k zaradeniu nového dopravného automobilu a nového stroja, pričom oba boli financované prostredníctvom finančného lízingu. Pri analýze ostatných samostatne hnuiteľných vecí bolo vyčíslené, že ostatné tieto položky sú odpísané v z viac ako dvoch tretín (v roku 2018 na 76 %). Prírastky DM samozrejme okrem iného evokujú predĺženie doby odpisovania a nárastu dopisovanej sumy. Podiel DM na celkových aktívach v priebehu rokov klesá, pričom v roku 2018 bol tento podiel už len 17,29 %.

Na obežných aktívach majú najväčší podiel zásoby, ktoré tvoria v priemere 68 %, pričom ich podiel z roka na rok rastie. Nakoľko sa jedná o výrobný podnik, je prirodzené, že najväčší podiel tvorí materiál a výrobky. Výrobky tvoria pomerne veľkú časť celkových aktív podniku, pričom sa jedná o výrobky vo vysokom štádiu rozpracovanosti. Do oblasti tovaru spadá predaj náhradných dielov a príslušenstva, pri ktorých podnik funguje len v úlohe sprostredkovateľa a tieto položky eviduje len ako tovar, pričom ich zmena je za posledné roky minimálna. Poskytnuté zálohy na zásoby predstavujú preddavky na jednotlivé komponenty, pri ktorých je vzhľadom na krajinu pôvodu, či náročnosti samotnej výroby a doručenia dlhšia doba dodania. Vďaka ustáleným cenám a fixácií kurzu sa však táto položka medziročne mení minimálne.

Krátkodobé pohľadávky sú vo všeobecnosti vysoké položky vo väčšine spoločností, najmä z dôvodu nedostatočnej vymožitelnosti v prípade platobnej neschopnosti odberateľa. Na druhú stranu predstavujú potenciálny zdroj príjmu podniku do budúcnosti. V prípade spoločnosti sa však ani tak nejedná o platobnú neschopnosť odberateľov, ako skôr o veľké objemy faktúr, čo sme usúdili na základe nízke tvorby opravných položiek a absencií odpisu pohľadávok. Najvýznamnejšiu zmenu tejto položky je možné pozorovať v roku 2016. Podnik by však mal zhodnotiť dobu splatnosti, nakoľko v týchto položkách sú viazané značné finančné prostriedky, čo môže mať nepriaznivý dopad na likviditu. V prípade zmeny na finančných účtoch dochádza medziročne k významnej zmene hotovostných prostriedkov na bankových účtoch. Jedná sa o periodickú záležitosť, kedy podnik ku koncu roku nakúpi cudziu menu (USD), prostredníctvom už spomínaných floating forwards. Nákup tejto meny je

z časti financovaný prostredníctvom kontokorentného úveru, naviazaného na bankový účet a z časti z krátkodobých bankových úverov.

Pri analýze pasív je už z prvého pohľadu zrejmé, že podnik je z väčšej časti financovaný cudzími zdrojmi (63 %), pričom tento spôsob financovania využíva v čoraz väčšej miere. V tejto súvislosti je však potrebné poznamenať, že tento rast zadlženosti je sprevádzaný neustálym zvyšovaním vlastného kapitálu, kde má rastúcu tendenciu najmä výsledok hospodárenia bežného obdobia. Medziročne rastie VH minulého obdobia, z čoho vyplýva, že vedenie časť ziskov reinvestuje späť do podniku (v priemere 9,2 % za roky 2016-2018). Považujeme tiež potrebné poznamenať, že zisk spoločnosti medziročne rastie aj napriek rastu zákonných rezerv (nepredstavujú pripočítateľnú položku), kde bol za posledný rok nárast o skoro 80 %. Zákonné rezervy predstavujú pre podnik len rezervy na nevyčerpané dovolenky (vrátenie poistného) a z ich rastu by sme aj bez informácií od podniku vedeli predbežne predpokladať rast počtu zamestnancov. Ostatné rezervy sa medziročne nemenia. Tiež je možné všimnúť si rast daňových záväzkov, avšak tento rast je ku dňu zostavenia práce irelevantný, nakoľko podnik si požiadal o odklad zverejnenia ÚZ aj o odklad platby dane z príjmu. K dnešnému dňu tak daň ešte nebola vyčíslená ani uhradená a pre potreby práce bola len odhadnutá vo výške 21 %. Je však potrebné upozorniť, že sa jedná len o hrubý odhad, nakoľko položky VH neboli upravené o daňovo uznateľné a neuznateľné položky.

Analýza cudzích zdrojov je už z prvého pohľadu zrejmé, že ich štruktúra je tvorená prevažne krátkodobými položkami. Z nich sú najvýznamnejšie záväzky voči dodávateľom a krátkodobé bankové úvery. Z týchto úverov je financovaný najmä nákup cudzej meny a tiež časti obežného majetku. Dlhodobé bankové úvery boli poskytnuté najmä na financovanie stavby hál, pričom zo štruktúry pasív je zrejmé, že v roku 2017 bola ich časť nahradená krátkodobými. V rámci položky Iných záväzkov podnik uvádza okrem iného autá na leasing.

Obrázok 13 Vertikálna a horizontálna analýza pasív 2015-2018

Položky	Vertikálna analýza				Horizontálna analýza		
	2015	2016	2017	2018	16/15	17/16	18/17
Pasíva celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	5,40%	9,39%	19,51%
A. Vlastný kapitál	34,90%	38,88%	38,42%	35,02%	17,42%	8,11%	8,92%
A.I. Základný kapitál	0,14%	0,13%	0,12%	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%
A.IV. Záonné rezervné fondy	0,03%	0,03%	0,03%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
A.VII. Výsledok hospodárenia minulých	27,63%	31,62%	31,41%	28,21%	20,61%	8,66%	7,34%
A.VIII. Výsledok hospodárenia bežného	7,10%	7,10%	6,87%	6,69%	5,42%	5,86%	16,31%
B. Cudzie zdroje	65,10%	61,12%	61,58%	64,98%	-1,05%	10,21%	26,12%
B.I. Dlhodobé záväzky	0,96%	0,67%	1,10%	0,96%	-26,20%	78,92%	4,21%
B.I.5. Ostatné dlhodobé záväzky	0,92%	0,60%	0,98%	0,82%	-32,13%	80,92%	0,00%
B.I.9. Záväzky zo sociálneho fondu	0,02%	0,06%	0,09%	0,11%	200,59%	60,05%	53,16%
B.I.12. Odložený daňový záväzok	0,02%	0,02%	0,03%	0,03%	13,23%	75,70%	-0,05%
B.III. BÚ dlhodobé	5,45%	3,62%	1,50%	1,26%	-29,96%	-54,68%	0,00%
B.IV. Krátkodobé záväzky	21,41%	14,13%	17,23%	25,89%	-30,43%	33,36%	79,62%
B.IV.1.c. Ostatné záväzky z obchodného	20,31%	12,97%	11,90%	18,57%	-32,67%	0,34%	86,44%
B.IV.5. Záväzky voči spoločníkom a zdru	0,02%	0,02%	4,08%	4,63%	4,75%	24728,40%	35,43%
B.IV.6. Záväzky voči zamestnancom	0,20%	0,44%	0,27%	0,35%	128,28%	-33,69%	57,94%
B.IV.7. Záväzky zo sociálneho poistenia	0,12%	0,22%	0,16%	0,21%	100,18%	-22,99%	61,06%
B.IV.8. Daňové záväzky a dotácie	0,46%	0,19%	0,05%	1,82%	-57,78%	-70,89%	4278,44%
B.IV:10. Iné záväzky	0,29%	0,29%	0,77%	0,32%	3,20%	191,59%	-50,49%
B.V. Krátkodobé rezervy	0,20%	0,25%	0,29%	0,42%	28,16%	31,02%	70,81%
B.V.1. Záonné rezervy	0,16%	0,21%	0,26%	0,39%	34,81%	36,45%	79,89%
B.V.2. Ostatné rezervy	0,04%	0,04%	0,03%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%
B.VI. BÚ krátkodobé	37,05%	42,29%	41,03%	36,10%	20,31%	6,15%	5,14%
B.VII. Krátkodobé výpomoci	0,03%	0,16%	0,42%	0,35%	470,59%	183,98%	0,00%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe auditovaných účtovných závierok 2015-2017 a neauditovanej účtovnej závierke 2018

7.1.2 Analýza nákladov a výnosov

Z analýzy výkazov ziskov a strát (príloha P V) je zrejmý výrobný charakter podniku, nakoľko najpodstatnejšiu časť výnosov z hospodárskej činnosti tvoria tržby z predaja vlastných výrobkov. Medziročný vývoj týchto tržieb je kladný okrem roku 2017, kde bol zaznamenaný mierny pokles. Ďalšími podstatnými položkami sú tržby za predaj tovaru a zmena stavu zásob. Ako už bolo uvedené aj v rámci strategickej analýzy, tržby za predaj tovaru zahŕňajú predaj náhradných dielov a cyklo doplnkov, pričom ich najväčší medziročný nárast bol zaznamenaný v roku 2017. Položka zmeny stavu zásob zahŕňa predovšetkým polotovary a výrobky vlastnej výroby vo vysokom štádiu rozpracovanosti. Každoročné zvyšovanie tejto položky úzko súvisí najmä so zvyšovaním samotného stavu výrobkov, kam je na mesačnej báze prevádzaná časť nedokončenej výroby. Jednou z najvýznamnejších zmien prešla v roku 2016 položka aktivácie do ktorej spadá materiál a tovar vyrobený vo vlastnej réžii (niektoré

doplňky a súčiastky). Obe tieto položky sa úmerne premietnuté aj v nákladovej časti, konkrétne v spotrebe materiálu a energie, miezd a nákladov na obstaranie predaného tovaru. Celkové vyjadrenie je možné zhodnotiť vo forme pridanej hodnoty, ktorá medziročne rastie, pričom najväčší nárast je zaznamenaný v roku 2016. Pridaná hodnota medziročne rastie aj napriek rastu nákladov na hospodársku činnosť, ktorých rast je podporený najmä rastom osobných nákladov. Tento rast bol spôsobený zvýšením počtu zamestnancov, nakoľko pokiaľ podnik v roku 2017 zamestnával 43 zamestnancov, v roku 2018 to bolo 51 ľudí a 5 sezónnych pracovníkov. Ďalšou z nákladových položiek sú odpisy, ktoré medziročne rastú a to najmä v roku 2017, kedy sa na tomto raste podieľa najmä zmena stavu zásob polotovarov. Tento nárast je spôsobený investičnou činnosťou do novej výrobnéj haly a obstarania nových strojov.

Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti sa mení najvýraznejšie v roku 2016 kedy sa do kladných výsledkov dostáva podnik najmä vďaka zvýšeniu tržieb z predaja vlastných výrobkov, nakoľko vývoj výkonovej spotreby je priamoúmerný vývoju výkonov. Strata z hospodárskej činnosti v roku 2015 bola však vyrovnaná výrazným ziskom z finančnej činnosti, zahŕňajúcim najmä kurzové zisky.

Finančný výsledok hospodárenia je tvorený najmä kurzovými položkami, ktoré plynú najmä s obchodu s Čínou a Taiwanom. Tento výsledok hospodárenia je kladný a vykazuje rastúcu tendenciu, najmä vďaka finančnému derivátu, ktorý podnik pre obchodovanie využíva. Ako už bolo v strategickej analýze spomenuté, spoločnosť využíva pre fixáciu kurzu USD floating forward. Peňažné prostriedky na jeho zabezpečenie poskytuje dopredu, pričom na túto aktivitu využíva kontokorentný úver, z ktorého plynú nákladové úroky. Tieto však v súčasnosti klesajú vzhľadom na dofinancovanie časti nákupu z vlastných zdrojov. Na druhej strane, podnik túto menu kupuje v dostatočnom predstihu, čo dáva sprostredkovateľovi (banke) možnosť obchodovať s touto menou. Z tohto obchodu následne plynú ďalšie zvýhodnenie kurzu, čo tiež pomáha položku kurzových ziskov každoročne navyšovať. Pri súčasnom vývoji doláru a pri pohľade na vývoj kurzových ziskov a strát je možné konštatovať, že fixácia meny sa podniku opláti, nakoľko kurzové zisky značne prevyšujú kurzové straty.

Obrázok 14 Horizontálna a vertikálna analýza Výkazov ziskov a strát 2015-2018

	Horizontálna analýza			Horizontálna analýza		
	16/15	17/16	18/17	16/15	17/16	18/17
* Čistý obrat	1 401 591	-103 847	909 723	16,31%	-1,04%	9,20%
** Výnosy z hospodárskej činnosti	1 806 335	218 257	1 155 652	20,42%	2,05%	10,63%
I. Tržby z predaja tovaru	120 294	5 316	65 921	17,52%	0,66%	8,11%
II. Tržby z predaja vlastných výrobkov	1 290 779	-98 760	839 861	16,41%	-1,08%	9,27%
III. Tržby z predaja služieb	-9 482	-10 403	3 941	-23,19%	-33,11%	18,76%
IV. Zmena stavu zásob	395 956	58 490	154 468	179,11%	9,48%	22,87%
V. Aktivácia	34 124	263 210	92 822	-	771,33%	31,22%
VI. Tržby z predaja DM a materiálu	-21 729	-1 350	0	-94,15%	-100,00%	-
VII. Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	-3 607	1 754	-1 361	-47,22%	43,51%	-23,53%
** Náklady na hospodársku činnosť	975 123	471 780	988 851	10,89%	4,75%	9,51%
A. Náklady na obstaranie predaného tovaru	47 256	-1 220	16 730	8,07%	-0,19%	2,65%
B. Spotreba materiálu energie	682 094	331 160	728 514	9,12%	4,06%	8,58%
D. Sužby	80 038	67 967	20 678	28,21%	18,68%	4,79%
E. Osobné náklady	136 194	30 323	210 707	29,74%	5,10%	33,74%
E.1. Mzdové náklady	98 602	5 582	153 925	28,76%	1,26%	34,43%
E.3. Náklady na SP	33 642	23 411	50 396	33,50%	17,46%	32,00%
E.4. Sociálne náklady	3 950	1 330	6 386	26,81%	7,12%	31,91%
F. Dane a poplatky	-276	697	418	-1,92%	4,94%	2,82%
G. Odpisy a OP k DNM a DHM	21 680	33 656	8 717	19,76%	25,61%	5,28%
G.1. Odpisy DNM a DHM	21 680	33 656	8 717	19,76%	25,61%	5,28%
I. OP k pohľadávkam	4 752	-2 416	-3 096	625,26%	-43,83%	-100,00%
J. Ostatné náklady na HČ	3 385	11 613	6 183	14,28%	42,86%	15,97%
*** VH z hospodárskej činnosti	831 212	-253 523	166 801	-743,79%	-35,24%	35,80%
* Pridaná hodnota	1 022 283	-180 054	391 091	220,27%	-12,11%	29,94%
** Výnosy z finančnej činnosti	-753 774	206 622	-9 329	-89,42%	231,56%	-3,15%
XI. Výnosové úroky	-5	-1	0	-83,33%	-100,00%	-
XII. Kurzové zisky	-752 902	206 623	-9 329	-89,40%	231,56%	-3,15%
XIV. Ostatné výnosy z finančnej činnosti	-867	0	0	-100,00%	-	-
** Náklady z finančnej činnosti	30 422	-75 210	70 377	13,29%	-29,01%	38,24%
N. Nákladové úroky	13 069	5 538	-7 769	20,73%	7,28%	-9,52%
N.2. Ostatné nákladové úroky	13 069	5 538	-7 769	20,73%	7,28%	-9,52%
O. Kurzové straty	16 342	-80 375	79 463	12,03%	-52,81%	110,63%
Q. Ostatné náklady na finančnú činnosť	1 011	-373	-1 317	3,38%	-1,21%	-4,31%
*** VH z finančnej činnosti	-784 196	281 832	-79 706	-127,69%	-165,75%	-71,30%
**** VH za účtovné obdobie pred zdanením	47 016	28 309	87 095	9,36%	5,15%	15,08%
R. Daň z príjmov	25 068	3 334	13 387	25,63%	2,71%	10,61%
R.1. Daň z príjmov splatná	8 070	2 579	-96 015	7,04%	2,10%	-76,61%
R.2. Daň z príjmov odložená	16 998	755	-893	-100,82%	547,10%	-100,00%
**** VH za účtovné obdobie po zdanení	21 948	24 975	73 708	5,42%	5,86%	16,32%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe auditovaných účtovných závierok 2015-2017 a neauditovanej účtovnej závierky 2018

7.2 Analýza pomerových ukazovateľov

V nasledujúcej časti finančnej analýzy budú dávané do pomeru jednotlivé položky rozvahy a výkazu ziskov a strát. Vďaka týmto ukazovateľom budú získané presné informácie týkajúce sa finančnej situácie spoločnosti.

7.2.1 Analýza zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti slúžia ako indikátory výšky rizika, ktoré podnik pri danej štruktúre vlastného kapitálu a cudzích zdrojov podstupuje.

Tabuľka 18 Analýza zadlženosti 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
Celková zadlženosť spoločnosti	65,10%	61,12%	61,58%	64,98%
Miera zadlženosti spoločnosti	1,87	1,57	1,60	1,86
Podiel dlhodobých CZ na celkových CZ	9,86%	7,03%	4,23%	3,41%
Krytie DM vlastným kapitálom spoločnosti	1,31	1,48	1,65	2,03
Krytie DM dlhodobými CZ spoločnosti	1,55	1,65	1,76	2,15
Úrokové krytie spoločnosti	8,97	8,22	8,08	10,00

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Vo všeobecnosti platí, že celková zadlženosť by sa mala pohybovať medzi 30 – 65 %, pričom je potrebné brať do úvahy odvetvie, v ktorom podnik pôsobí. V každom prípade podnik sa v rámci tohto ukazovateľa pohybuje mierne nad stanovenou hranicou, čo je možné hodnotiť pozitívne. Financovanie prostredníctvom cudzích zdrojov prináša podniku určité pozitívne efekty v podobe pôsobenia daňového štítu, čiže zníženia základu dane prostredníctvom daňovo uznateľných nákladových úrokov a možnosti investovať svoj vlastný kapitál do výnosnejších projektov s vyšším percentom výnosu ako je percentom nákladov z prijatia úveru. Na druhú stranu je toto financovanie rizikovejšie.

Ukazovateľ miery zadlženosti v prípade podniku dosahuje vyšších hodnôt a tento stav vyplýva so samotnej štruktúry pasív, kde tvorí vlastný kapitál podniku menšiu časť. Vyššie hodnoty sú kritériom pre banku napr. pri žiadosti o nový úver, pričom v tomto smere je dôležitá aj samotná skladba cudzích zdrojov. Je potrebné upozorniť, že krátkodobé záväzky, ktorých má spoločnosť citeľne viac predstavujú pre podnik vyššie riziko, z dôvodu ich skoršej splatnosti, čo sa následne odráža aj na likvidite podniku. Tento fakt potvrdzuje aj vývoj podielu dlhodobých cudzích zdrojov, ktorý v priebehu rokov 2015 - 2018 klesol až o 6,13 %. Aby však mohlo byť vydané odporúčenie výmeny časti krátkodobých cudzích zdrojov za dlhodobé, bol vypočítaný aj ukazovateľ krytia dlhodobého majetku vlastným kapitálom podniku a následne aj dlhodobými cudzími zdrojmi. Krytie dlhodobého majetku vlastným kapitálom podniku vykazuje pozitívne hodnoty, ktoré medziročne priaznivo stúpajú predovšetkým vďaka dosahovanému zisku. Z toho je možné vidieť, že podnik dáva prednosť finančnej stabilite pred výnosom, čo zároveň potvrdzuje aj medziročný vývoj krytia DM dlhodobými CZ. Túto stratégiu financovania je možné nazvať ako konzervatívnu a je tiež

možné zhodnotiť, že refinancovanie krátkodobých úverov na dlhodobé nie je z tohto hľadiska potrebné.

Úrokové krytie má podnik na veľmi dobrej úrovni, nakoľko všeobecne požadovanú hodnotu 5 značne prekračuje. Jeho schopnosť splácať úroky sa z roka na rok zväčšuje, čo má súvislosť najmä s rastom zisku.

7.2.2 Analýza likvidity

Analýza likvidity nevykazuje pozitívne hodnoty a to najmä v rokoch 2015 a 2017. Okrem roku 2018 sú tieto hodnoty hlboko pod požadovanými hodnotami, pričom hotovostná likvidita dosahuje v roku 2017 dokonca nulové hodnoty, pričom hodnoty požadované trhom sa pri tejto forme likvidity požadujú v rozmedzí 0,2-0,5. Dôvodom je práve nákup časti cudzej meny z prostriedkov na bankovom účte, ktoré späť na bankový účet (tento krát vedený v USD) prichádzajú až v priebehu ďalšieho roka a následne sú použité na zálohy za zásoby.

Pri bežnej likvidite sa podnik hodnotí v rozmedzí 1,5 – 2,5 nepribližuje k spodnej hranici ani v roku 2018, kde aktivita narastá. Tento nárast bol spôsobený najmä rastom zásob, pričom je potrebné dodať, že v podniku neexistujú nepredajné zásoby, ktoré by mohli byť pri výpočte zohľadnené. Na predaj týchto zásob by sa musel podnik spoliehať aj z hľadiska pohotovej likvidity, ktorá by sa mala pohybovať v hodnotách 1 – 1,5.

Tabuľka 19 Analýza likvidity 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
Bežná likvidita spoločnosti	1,25	1,30	1,31	1,32
Pohotová likvidita spoločnosti	0,10	0,21	0,08	0,18
Okamžitá (hotovostná) likvidita spoločnosti	0,02	0,08	0,005	0,07

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

7.2.3 Analýza rentability

Vývoj ziskovosti podniku bol prvotne skúmaný prostredníctvom rentability tržieb, ktorá má v podniku ustálený vývoj a medziročne sa nemení a to aj napriek dosiahnutej strate z výrobnnej činnosti. Táto bola totiž vykompenzovaná ziskom z finančnej činnosti (najmä v podobe kurzových ziskov), na základe čoho EBIT, ktorý bol použitý v čitateli dosahoval kladných hodnôt. Výsledkom analýzy je zistenie priemernej ziskovej marže, ktorá v rokoch 2015-2018 dosahovala 6,58 %. Produkčná sila vyjadrená rentabilitou celkového kapitálu ukazuje nerovnomerný vývoj, avšak stále sa drží v hodnotách okolo 10 %. Pokles v posledných

dvoch rokoch bol spôsobený najmä tým, že aktíva rástli o niečo rýchlejšie ako tržby najmä vďaka prevodu časti aktivovaných položiek do aktív. Rentabilita vlastného kapitálu bola stanovená z EAT, pričom je vidieť jej významný poklesov roku 2017 spôsobený vyšším rastom nákladov na hospodársku činnosť. Jej hodnota však dosahuje veľmi pozitívnych výsledkov, nakoľko minimálna hranica by mala byť na úrovni výnosu štátnych emitovaných dlhopisov.

Tabuľka 20 Analýza rentability 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
ROS	6,56%	6,26%	6,67%	6,84%
ROA	9,92%	10,41%	10,03%	9,41%
ROE	20,34%	18,26%	17,88%	24,17%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

7.2.4 Analýza aktivity

Pomocou týchto ukazovateľov môže podnik zhodnotiť schopnosť využívať jednotlivé vložené prostriedky. Prvým ukazovateľom je obrat aktív spoločnosti, ktorý v roku 2018 klesá na hodnotu 1,38 čo je len o niečo viac, ako je odporúčaná hodnota. Avšak vzhľadom na odvetvie v ktorom podnik pôsobí, sú tieto hodnoty normálnom rozmedzí. Pri výrobe bicyklov sú totiž často využívané práve zásoby a dlhodobý majetok, čo hodnotu aktív zvyšuje značnou mierou.

Doba obratu potrebná k tomu aby sa peňažné prostriedky vrátili naspäť do peňažnej formy je značne vysoká a to najmä dôvodu obchodovania s tretími krajinami, kde sa táto doba zvyšuje najmä kvôli samotnej doprave zásob. Na druhej strane je možné pozitívne hodnotiť dobu obratu pohľadávok a to najmä v súvislosti s dobou obratu záväzkov. Aj napriek tomu, že oba tieto ukazovatele rastú, je doba obratu pohľadávok výrazne kratšia, čo je pre podnik výhodnejšie. Podnik tak sám neposkytuje akúsi formu obchodného úveru, kedy by musel čakať na peňažné prostriedky od odberateľov. Na druhú stranu sám uhrádza svoje záväzky neskôr, aj keď v porovnaní s dobou obratu zásob je táto doba značne nižšia. Ak by sa spoločnosti podarilo dobu obratu záväzkov ešte zvýšiť, prípadne znížiť dobu obratu pohľadávok, mal by tento fakt priaznivý vplyv na likviditu v ktorej podnik zatiaľ nedosahuje uspokojivé výsledky.

Tabuľka 21 Analýza aktivity 2015 - 2018

Spoločnosť	2015	2016	2017	2018
Obrat aktív spoločnosti	1,51	1,66	1,50	1,38
Doba obratu pohľadávok spoločnosti (dni)	11,68	16,00	11,22	17,56
Doba obratu zásob spoločnosti (dni)	160,53	133,72	171,51	185,84
Doba obratu záväzkov spoločnosti (dni)	50,99	30,57	41,21	67,78

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

7.3 Analýza rozdielových ukazovateľov

7.3.1 Čistý pracovný kapitál

Čistý pracovný kapitál predstavuje jeden z najdôležitejších rozdielových ukazovateľov, ktorý analyzuje rozdiel medzi obežnými aktívami a krátkodobými záväzkami. Pri zhodnotení výsledkov spoločnosti je zrejmé, že časť obežných aktív je financovaná dlhodobým kapitálom, resp. existuje prebytok krátkodobých likvidných aktív nad krátkodobými cudzími zdrojmi. V prípade, že by vznikli neočakávané krátkodobé záväzky, má k dispozícii voľné prostriedky, ktoré z roka na rok rastú.

Tabuľka 22 Čistý pracovný kapitál 2015 - 2018

(v tis. Kč)	2015	2016	2017	2018
Obežné aktíva	4 173 350	4 424 360	5 038 198	6 468 098
Zásoby	3 841 767	3 712 649	4 711 771	5 575 104
Krátkodobé pohľadávky	277 922	444 152	308 341	526 880
Dlhodobé pohľadávky	1 705	0	0	0
Krátkodobý finančný majetok	51 956	267 559	18 086	366 114
Krátkodobé záväzky	3 344 938	3 413 635	3 875 471	4 929 279
Čistý pracovná kapitál	828 412	1 010 725	1 162 727	1 538 819
ČPK / Obežné aktíva	19,85%	22,84%	23,08%	23,79%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

7.4 Súhrnné ukazovatele

K vyhodnoteniu finančnej analýzy a celkového finančného zdravia spoločnosti budú využité súhrnné ukazovatele, ktoré slúžia ako doplnkové a rozdeľujú sa na dve skupiny – bonitné a bankrotné modely. Pre analýzu budú použité 2 bankrotné modely Z-skóre a Index IN05, nakoľko podnik nevykazuje veľkú výšku likvidity a ani výška čistého pracovného kapitálu je pomerne nízka.

7.4.1 Z-skóre (Altmanov model)

Hodnota Z-skóre by mala byť vyššia ako 2,99 aby mal podnik uspokojivú finančnú situáciu, čo dosahuje v roku 2016. V ostatných rokoch sa tento ukazovateľ pohybuje v hornej hranici rozmedzia 1,81-2,99 ktorá udáva nevyhranenú finančnú situáciu. Nakoľko sa však pohybuje v hornej hranici tohto ukazovateľa, je možné tvrdiť, že podniku nehrozí bezprostredný bankrot a nemá ani žiadne vážnejšie finančné problémy. Na základe týchto výsledkov tak je možné tvrdiť, že podnik spĺňa podmienku going concern, čo je základný predpoklad oceňovania podniku pomocou DCF.

Tabuľka 23 Altmanov model 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018	Váha
X1 = Pracovný kapitál / Aktíva	0,147	0,172	0,184	0,221	1,2
X2 = Nerozdelený zisky / Aktíva	0,276	0,316	0,314	0,282	1,4
X3 = EBIT / Aktíva	0,099	0,104	0,100	0,094	3,3
X4 = Vlastný kapitál / Cudzí zdroje	0,536	0,636	0,624	0,582	0,6
X5 = Tržby / Aktíva	1,512	1,664	1,505	1,375	1
Výsledná hodnota Z-skóre	2,723	3,037	2,869	2,668	

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Pre potreby zostavenia Z-skóre bol pri výpočtoch použitý namiesto tržnej hodnoty VK bol použitý VK zo súvahy, nakoľko podnik nie je obchodovaný na burze. Pracovný kapitál bol vypočítaný nasledovným spôsobom:

Pracovný kapitál = (krátkodobé pohľadávky + zásoby + kr. finančný majetok) - (krátkodobé záväzky + bežné bankové úvery)

7.4.2 Index IN05

V tabuľke č. 25 je zobrazený výpočet Indexu IN05, pričom z výsledkov je zrejmé, že podnik sa nachádza v rozmedzí hodnôt 0,9-1,6, čo predstavuje tzv. šedú zónu. Napriek tomu, že tento ukazovateľ nie je väčší ako 1,6 čo by znamenalo, že podnik tvorí hodnotu, opäť sa nachádza v horných medziach odporúčaných hodnôt. Vzhľadom k tomuto faktoru je možné predpokladať, že podnik sa finančným problémom vyhne. Pozitívne by však pôsobilo zvýšenie rentability celkového kapitálu ako aj zvýšenia obrátkovosti majetku.

Tabuľka 24 Index IN05 za obdobie 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
0,13*A/CZ	0,20	0,21	0,21	0,20
0,04*EBIT/NÚ	0,36	0,33	0,32	0,40
3,97*EBIT/A	0,39	0,41	0,40	0,37
0,21*V/A	0,36	0,38	0,36	0,33
0,09*OA/(Kr.Z+Kr.BÚ)	0,11	0,12	0,12	0,12
Index 05	1,42	1,45	1,41	1,42

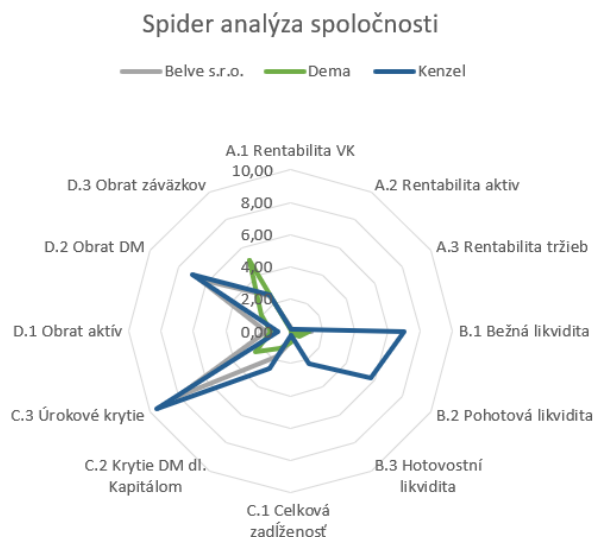
Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok spoločnosti 2015-2018

7.5 Porovnanie s konkurenciou

Porovnanie s konkurenciou sa vykonávalo veľmi obtiažne, nakoľko v Slovenskej republike neexistuje zdroj informácie o aktívach, VK alebo DM oddielu ani pododdielu. Jediné informácie ktoré sú zverejnené sú tržby v danom priemyselnom odvetví. Bohužiaľ, povinnosť vyplňať štatistickú evidenciu majú len vybrané podniky oslovené štatistickým úradom. Z toho dôvodu boli pre porovnanie vybraní dvaja najväčší konkurenti, ktorí zverejňujú informácie na portáli FinStat, s. r. o. Do porovnania sme chceli zahrnúť aj podnik Kellys, nakoľko však funguje prostredníctvom viacerých spoločností ako sú napr. Kellys Bicycles s. r. o., Kellys s. r. o. a nie všetky zverejňujú svoje účtovné závierky, výpočet ukazovateľov by nebol presný.

Pri porovnaní boli zistené najväčšie rozdiely pri porovnaní so spoločnosťou Dema a to najmä v rentabilite. Na druhú stranu, XY s. r. o. má nízku likviditu, čo na druhej strane nie je prípad podniku Kenzel, ktorý má oveľa menej krátkodobých CZ a ktorý vo všeobecnosti svoju činnosť financuje prevažne z vlastných zdrojov. V ostatných ukazovateľoch sa podnik až tak nelíši od svojej konkurencie.

Obrázok 15 Spider analýza podniku



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok spoločností 2018 z portálu Finstat, s. r. o.

7.6 Zhodnotenie finančnej situácie podniku

Prvým a najdôležitejším výsledkom finančnej analýzy je, že podnik je finančne zdravý a je možné predpokladať jeho ďalšie trvalé pokračovanie. Na aktívach podniku sa podieľajú predovšetkým obežné aktíva. DM je síce v podniku v značnej výške, no aj keď podnik realizuje inovácie a investície do tohto druhu majetku, aj napriek tomu nedosahuje hodnotu obežných aktív. Hlavnou príčinou tohto stavu je nadmerné množstvo zásob materiálu, výrobkov a tovaru. Napriek tomu, že toto zloženie aktív nie je z finančného hľadiska úplne ideálne, veľkosť zásob je pre zabezpečenie plynulosti výroby nevyhnutná a nie je možné ju razantne znížiť. Veľké množstvo zásob však v sebe viaže aj veľké množstvo peňažných prostriedkov.

Zloženie pasív nie je dostatočne vyrovnané, podiel cudzích zdrojov je v prípade podniku vyšší ako 60 % celkovej bilančnej sumy, čo je takmer dvojnásobok sumy vlastného kapitálu. Cudzie zdroje sú tvorené primárne z krátkodobých zdrojov, prostredníctvom týchto zdrojov podnik pokrýva najmä financovanie krátkodobej a strednodobej podnikateľskej činnosti, teda najmä nákup komponentov zo zahraničia.

Výnosy podniku sa medziročne zvyšujú a z pohľadu na ich štruktúru je zrejmé, že sa jedná o výrobný podnik, nakoľko najvýznamnejší podiel na ich skladbe majú tržby z predaja vlastných výrobkov a tovaru (priemerne 90 % z celkových výnosov), ktorými sú bicykle a náhradné diely. Mierny pokles tržieb z výrobkov je možné zaznamenať len v roku 2017, kedy

sa podniku nepodarilo vyfakturovať predaj všetkých vyrobených bicyklov a časť bola predaná až v roku 2018, čo je vidieť aj prostredníctvom percentuálneho rastu týchto tržieb o 8%.

Náklady v sledovanom období rástli, avšak priamoúmerne k rastu výnosov, čomu zodpovedá aj rast výkonovej spotreby, ktorej podiel na celkových nákladoch predstavuje v priemere za roky 2015 – 2018 až 84 %. Ako už bolo uvedené, k rastu osobných nákladov prispel najmä rast počtu zamestnancov, priemerná mzda v podniku sa zmenila len minimálne. Čo sa týka finančnej časti nákladov, tá bola ovplyvnená najmä zmenou kurzu USD, kde podnik dosiahol väčšiu stratu a nižší zisk, ako tomu bývalo za predošlé roky.

Skladba pasív naznačuje, že zadlženosť bude postavená primárne na krátkodobých cudzích zdrojoch, čo vzhľadom na skladbu aktív vhodné. Napriek tomu je dlhodobý majetok plne pokrytý dlhodobými zdrojmi, čo znamená, že podnik je finančne stabilný. Tejto stabilite dopomáha aj každoročné investovanie časti zisku späť do podniku prostredníctvom zvyšovania VH minulých období. Celková zadlženosť podniku je v prijateľných hodnotách a pohybuje sa málo nad hranicou 60 %. Úrokové krytie dosahuje tiež veľmi priaznivých hodnôt, avšak aj napriek tomu, v prípade rozširovania výroby, je na mieste odporúčanie vyhnúť sa ďalším krátkodobým bankovým úverom a možno aj úverom vo všeobecnosti a to okrem iného aj z dôvodu očakávaného nepriaznivého vývoja úrokových sadzieb. Riešením by mohla byť práve emisia dlhopisov, ktorá by bola nastavená na strednodobý horizont. Majitelia by si tak mohli okrem veľkosti emitovaných dlhopisov zjednať aj výšku úroku a frekvencie splatnosti. Tieto dlhopisy by síce spadali pod dlhodobé zdroje krytia avšak čo emisie týka, existujú rôzne druhy, pričom podnik sa môže rozhodnúť aj pre relatívne krátkodobý horizont napr. v rozmedzí 5-7 rokov.

Ukazovateľ likvidity je celkovo pod požadovanými hodnotami a nedosahuje dokonca ani hodnôt konkurencie. Ukazovateľ bežnej likvidity je oproti ostatným ukazovateľom v relatívnej norme čo súvisí so skladbou obežných aktív, na ktorej sa nosnou mierou podieľajú zásoby. Naopak ukazovatele hotovostnej a pohotovej likvidity sú značne pod minimálnou požadovanou hranicou. Nízka likvidnosť by mohla za následok nedostatok okamžitých finančných prostriedkov potrebných napríklad v súvislosti s rastom podniku či podporou dopytu. Jedná sa teda najmä o neočakávané možné príležitosti investovať, kedy by podnik musel čakať na schválenie bankového úveru, prípadne by musel urgovať odpredaj zásob, ak by danú príležitosť chcel využiť. Výhodou takto nízkej likvidity naopak je, že podnik zbytočne nedrží na účtoch a v pokladniciach peňažné prostriedky a má ich investované do miest, kde mu prinášajú zisk.

Ziskovosť podniku má stály charakter a neexistujú v nej významné výkyvy. Za nestabilný by mohol byť považovaný jedine rok 2015, kedy podnik dosiahol záporný VH z prevádzkovej činnosti a táto strata bola kompenzovaná ziskom z finančnej činnosti. Celkovo je vidieť, že v prípade zvýšenia tržieb podniku je schopný so svojou súčasnou štruktúrou aktív, vlastného kapitálu a dlhodobých cudzích zdrojov dosahovať hodnoty konkurenčných spoločností. Tento fakt je však stále podmienený dosiahnutím vyššieho čistého zisku.

Ukazovateľ obratu aktív je len o niečo vyšší ako je odporúčaná hodnota 1. Spoločnosť teda využíva svoj majetok efektívne a to najmä dlhodobý majetok, kde je obrat niekoľko násobne vyšší. Čo sa týka platobnej politiky svojich pohľadávok a záväzkov, podnik netrpí obchodným deficitom, nakoľko doba obratu pohľadávok síce medziročne rastie, avšak rastie pomalším tempo a je citelne nižšia ako doba obratu záväzkov. Tento stav je spôsobený najmä upravenou verziou vyrobeného procesu tzv. just in time, kedy podnik vyrába málo výrobkov na sklad a funguje najmä systémom objednávok. Aj keď sa to možno na prvý pohľad nezdá, vzhľadom na konečný stav výrobkov, väčšina vyrobených bicyklov sa ihneď exportuje a tým pádom aj vyfakturuje. Podnik tak nepotrebuje prijímať žiadne opatrenia na to, aby odberatelia platili včas a vďaka tejto bilancii je tiež skoro vylúčené aby sa podnik dostal do platobnej neschopnosti.

Celkovo je teda možné oceňovaný podnik označiť ako zdravý a finančne stabilný, čo potvrdili aj výsledky finančných ukazovateľov rentability, zadlženosti a kladné hodnoty čistého pracovného kapitálu. Jeho predpoklad budúceho pokračovania činnosti nie je ohrozený.

8 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ

V rámci tejto kapitoly bude vykonané členenie aktív na tie, ktoré podnik potrebuje k výkonu svojej hlavnej činnosti a naopak budú vyčlenené tie aktíva, ktoré potrebné k jeho fungovaniu nie sú. Následne budú obdobným spôsobom upravené aj účtovné zisky, z ktorých budú vyradené náklady a výnosy, súvisiace s už spomínanými nepotrebnými aktívami. Výsledkom bude získanie hodnoty korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia.

8.1 Dlhodobý nehmotný majetok

Dlhodobý nehmotný majetok v podniku tvorí softvér a oceniteľné práva, ktoré predstavujú medzinárodne platnú ochrannú známku pre značku CTM, ktorá je platná v 25 krajinách. V priebehu rokov dochádza postupne k odpisovaniu tohto majetku a predpokladané investície sú zatiaľ len na hypotetickej úrovni a to v súvislosti so softvérom, resp. evidencie systémov objednávok.

8.2 Dlhodobý hmotný majetok

V dlhodobom majetku má podnik 4 budovy, ktoré všetky slúžia k výkonu podnikateľskej činnosti. Pozemky, ktoré podnik vlastní sú pozemky prislúchajúce k týmto halám a slúžia predovšetkým ako parkovacie priestory pre zabezpečenie logistiky. Pozemky boli obstarané relatívne nedávno a ich porovnanie s trhovou hodnotou je tak ekvivalentné. Do budúcnosti je ale možné očakávať precenenie, nakoľko hodnota niektorého z nich sa môže v priebehu rokov významne zmeniť. Ak by naďalej precenené neboli, je možné túto položku pokladať za tichú rezervu, v súčasnosti však takýto stav identifikovaný nie je.

Čo sa týka strojov a výrobných liniek, v podniku sú 2 hlavné výrobné linky, ktoré boli obstarané nedávno a ostatné prístroje, ktoré využívané až do úplného fyzického a morálneho opotrebenia. V podniku sa v súčasnosti nenachádzajú nevyužitá zariadenia ani nadbytočné prístroje. Tiež je faktom, že väčšia časť montáže (okrem časti výrobného procesu, ktorý je vykonávaný na výrobných linkách) prebieha ručnou montážou, ku ktorej stačí obyčajné náradie. Čo sa týka aktivácie položiek z podsúvahy, takéto položky v rámci dlhodobého majetku neexistujú aj napriek tomu, že podnik využíva finančný lízing na auto a výrobný stroj. Ako už však bolo spomínané v predošlých kapitolách, tieto položky už sú zaradené do DM a podnik ich dokonca pomernou čiastkou aj odpisuje. V roku 2018 eviduje ku koncu roka

položku majetku ešte nezaradeného v účtovníctve vo výške 3 315 €, ktorá musí byť z majetku vylúčená. Rovnaké vylúčenie by malo nastať aj v roku 2016 pre poskytnuté preddavky na DHM vo výške 14 480 €.

Dlhodobým finančným majetkom podnik nedisponuje zatiaľ nedisponuje. Do výpočtov nie je zahrňaná ani položka goodwillu, nakoľko v podniku nebola identifikovaná. Podnik tiež úmyselne nevytvára ani tiché rezervy.

8.3 Obežné aktíva

Najväčšiu položku obežných aktív tvoria zásoby, zložené predovšetkým z materiálu, výrobkov, tovaru a poskytnutých záloh na zásoby. Všetky tieto položky však predstavujú pre podnik prevádzkovo potrebnú časť aktív, bez ktorých by nemohol ďalej fungovať. V roku 2018 tiež eviduje nedokončenú výrobu, ktorá v tomto roku neprináša žiadne zisky a z toho dôvodu je táto rozpracovanosť vylúčená zo zásob vo výške 2 633 €.

Pri pohľadávkach eviduje podnik pohľadávky z obchodného styku, pričom neeviduje žiadne nedobytné pohľadávky. Podnik však v rámci tejto položky eviduje ostatné pohľadávky – preplatky, vo výške 11 000 €, od roku 2015, pri ktorých nepredpokladá ich inkasovanie. Tieto z toho dôvodu budú tieto pohľadávky z evidencie vylúčené.

Pri krátkodobom finančnom majetku bolo skúmané, či podnik nemá vyššiu hodnotu peňažných prostriedkov ako je prevádzkovo potrebné. Nakoľko nevieme stanoviť absolútny finančný limit podľa interných pravidiel podniku, potreba vymedzenia strategickkej finančnej rezervy bola hodnotená na základe peňažnej likvidity. Nasledujúca tabuľka predstavuje vývoj tohto ukazovateľa v priebehu rokov 2015 – 2018.

Tabuľka 25 Analýza peňažnej likvidity 2015 - 2018

	2015	2016	2017	2018
Peňažné prostriedky/Krátkodobé záväzky	0,02	0,08	0,005	0,07

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Doporučené hodnoty tohto ukazovateľa bývajú v odbornej literatúre stanovené vo výške 0,2 - 0,5 iné zdroje uvádzajú doporučenú hodnotu okolo 20 %. Ako už bolo v rámci finančnej analýzy uvedené, podnik má likviditu vo veľmi nízkych hodnotách, takže nie je jej výšku potrebné ďalej upravovať.

Tabuľka 26 Celková výška prevádzkovo nepotrebného kapitálu

V €	2015	2016	2017	2018
Dlhodobý hmotný majetok	305 191	14 480	-	3 315
Krátkodobé aktíva prevádzkovo nepotrebné	11 000	11 000	11 000	13 633
Celkom	316 191	15 480	11 000	16 948

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

8.4 Prevádzkovo potrebný investovaný kapitál

Následne bol vyčíslený prevádzkovo potrebný investovaný kapitál, kde bola do úvahy zobratá hodnota celkového DM na prevádzkovo potrebnej úrovni a tiež prevádzkovo potrebný pracovný kapitál, kde išlo len o odčítanie cudzích zdrojov, ktoré nenesú náklady. Základným prvkom úpravy, resp. vyčlenenia krátkodobých záväzkov, avšak v podniku existujú v tejto položke aj záväzky úročené, ktoré boli spätne pripočítané.

Tabuľka 27 Prevádzkovo nepotrebný investovaný kapitál

	V €	2016	2017	2018
+	Dlhodobý nehmotný majetok	49 514	34 994	20 474
+	Dlhodobý hmotný majetok	1 511 181	1 493 324	1 334 065
=	Dlhodobý majetok prevádzkovo potrebný	1 560 695	1 528 318	1 354 539
+	Zásoby	3 712 649	4 711 771	5 572 470
+	Pohľadávky	433 152	297 341	513 247
+	Peňažné prostriedky prevádzkovo potrebné	267 559	18 086	366 114
+	Ostatné aktíva ČRA	7 864	5 184	27 757
-	Krátkodobé záväzky	848 893	1 132 070	2 033 452
-	Zmeny stavu rezerv	14 768	19 349	33 050
+	Ostatné záväzky voči spoločníkom – krátkodobé	1 081	268 395	363 486
-	Krátkodobé výpomoci	9 700	27 546	27 546
=	Pracovný kapitál prevádzkovo potrebný	3 548 944	4 121 812	4 235 779
=	Investovaný kapitál prevádzkovo potrebný	5 109 639	5 650 130	5 590 318

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

8.5 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

V tejto časti bude upravený výsledok hospodárenia, ktorý bude ďalej použitý v rámci stanovenia hodnoty, spôsobom zodpovedajúcim hlavnej činnosti podniku. Pri výpočtoch bude použitý prevádzkový výsledok hospodárenia, očistený od nákladov a výnosov, ktoré súvisia s prevádzkovo nepotrebným aktívami. Následne budú započítané finančné výnosy a náklady, ktoré súvisia s prevádzkovo potrebnými aktívami u ktorých sa predpokladá, že majú priamu súvislosť s hlavnou prevádzkovou činnosťou.

Oceňovaná spoločnosť má prevádzkovú výšku VH, ktorá bola ovplyvňovaná niektorými položkami, ktoré priamo nesúvisia s jej hospodárskou činnosťou a z toho dôvodu boli z VH vylúčené. Na druhej strane, ako už bolo v predošlých častiach spomínané, kurzové zisky a straty úzko súvisia s prevádzkovou činnosťou, nakoľko bez nákupu komponentov z tretích krajín (v USD) by podnik nemohol vykonávať svoju hospodársku činnosť. Z toho dôvodu boli k VH pripočítané.

Tabuľka 28 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

	V €	2016	2017	2018
+	Prevádzkový VH	719 459	465 936	632 737
-	Tržby z predaja DM a materiálu	1 350	0	0
-	Dary	150	6 760	8 960
-	Nákladové úroky	76 111	81 649	73 880
+	Kurzové zisky	89 229	295 852	286 523
-	Kurzové straty	152 203	71 828	151 291
-	Ostatné náklady na finančnú činnosť	30 951	30 578	29 261
=	KPVH pred zdanením	547 923	570 973	655 868
+	Odpisy DM	131 405	165 061	173 778
=	KPVH pred zdanením a odpismi	679 328	736 034	829 646

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Ku korigovanému VH boli spätne pripočítané odpisy, ktoré sa vo finančnom pláne budú predikovať oddelene na základe plánu investícií.

V rámci tejto kapitoly tak bol jednoznačne identifikovaný majetok, kapitál a VH, ktorý priamo súvisí s prevádzkovou činnosťou podniku vďaka čomu predstavujú generátor hodnôt podniku. V kapitole 9 bude vykonaná ich prognóza, pričom ich vývoj je naviazaný na vývoj jednotlivých položiek, ktoré ich ako celok tvoria. Dôsledkom toho bude ich budúca hodnota závisieť od prognózy jednotlivých zložiek investovaného prevádzkovo potrebného kapitálu alebo KPVH.

9 PROGNOZA GENERÁTOROV HODNOTY

Podkladom pre prognózu generátorov hodnoty je vykonaná regresná analýza, ktorá je súčasťou strategickej analýzy. Medzi generátory hodnoty v podniku patria

- tržby,
- marža prevádzkového zisku,
- pracovný kapitál,
- investície do dlhodobého prevádzkovo potrebného majetku.

9.1 Tržby

Tržby podniku pochádzajú najmä z predaja vlastných výrobkov, tovarov a služieb. V súvislosti s tržbami z predaja služieb sa jedná o jednorazové činnosti a ich výška je viac menej zanedbateľná, preto sa na ne nebudeme zameriavať. Inak je položka tržieb považovaná za jeden z najdôležitejších generátorov hodnoty. Jej význam spočíva najmä v tom, že od jej hodnoty sa následne odvíja celý výkaz ziskov a strát.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje výšku a tempo rastu tržieb za obdobie 2014 – 2017. Z tejto tabuľky je možné vidieť aj priemerné tempo rastu tržieb, ktoré sa pohybovalo v tomto období vo výške 14,52 %.

Tabuľka 29 Historický vývoj tržieb podniku

	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby v €	6 799 076	8 592 280	9 993 871	9 890 024	10 799 747
Tempo rastu	22,56%	26,37%	16,31%	-1,04%	8,42%
Priemerné tempo rastu	14,52%				

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2014-2018

Pri prognóze tržieb bola využitá regresná analýza, ktorou bol vyčíslený medziročný rast tržieb. Tempo rastu v plánovanom období je 9,84 % čo je menej ako tomu bolo predošlé roky.

Tabuľka 30 Prognóza vývoja tržieb podniku

	2019	2 020	2021	2022
Tržby v €	13 602 865	14 993 032	16 383 199	17 773 367
Tempo rastu	11,38%	10,22%	9,27%	8,49%
Priemerné tempo rastu	9,84 %			

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov podniku

9.2 Prevádzková zisková marža

Ďalším generátorom hodnoty je zisková marža, ktorá má veľký význam pre výsledné ocenenie. V tejto časti bude vykonaná jej analýza v minulosti z ktorej bude následne vychádzať jej prognóza na obdobie 2019 - 2022. Výpočty budú vychádzať z odporúčaní Maříka (2018, s. 151), na základe ktorých bude použitý nasledovný vzorec pre tzv. metódu „zhora“, ktorá je považovaná za základnú:

$$\text{Zisková marža (\%)} = \text{KPVH pred odpismi a daňami} / \text{Tržby}$$

Tabuľka 31 Vývoj ziskovej marže 2016-2018

V €	2016	2017	2018
KPVH pred zdanením a odpismi	679 328	736 034	829 646
Tržby	9 993 871	9 890 024	10 799 747
Zisková marža	6,80 %	7,44%	7,68%
Priemerná zisková marža	7,31%		

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Z tabuľky je zrejmé, že v sledovanom období zisková marža rastie, aj keď nie veľmi výrazným tempom. K tomuto rastu dopomáha najmä každoročne sa zvyšujúci prevádzkový VH. Jej priemerná hodnota je 7,31 %.

Pre udržanie konkurenčnej pozície na trhu sa chce podnik v budúcnosti zamerať okrem inovácií existujúcich bicyklov aj na rozšírenie výroby elektro bicyklov. Predpokladá, že prostredníctvom tohto segmentu trhu je možné získať nových zákazníkov, nakoľko ponuka týchto typov bicyklov na Slovensku a ani v Čechách nie je až tak rozvinutá. Na druhú stranu, ako bolo v rámci strategickú analýzy spomenuté, podnik má výhodnú pozíciu pri vyjednávaní s odberateľmi, pričom existuje aj priestor pre zvyšovanie cien. Nad touto možnosťou vedenie spoločnosti uvažuje, aspoň v miernej forme, aby na druhej strane týmto krokom neohrozila svoju pozíciu. Z týchto dôvodov bola prognóza ziskovej marže na nasledovné roky stanovená na úrovni 10 %.

Tabuľka 32 Prognóza ziskovej marže „zhora“

	2019	2020	2021
KPVH pred zdanením a odpismi	1 256 905	1 479 812	1 785 769
Tržby	13 602 865	14 993 032	16 383 199
Zisková marža	9,24%	9,87%	10,90%
Priemerná zisková marža	10,00%		

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok

Pre potvrdenie výsledkov a následnú predikciu finančného plánu bol použitý aj výpočet ziskovej marže zdola. V tejto fáze boli použitý podiel nákladových a výnosových položiek k tržbám za výrobky a služby.

Položky aktivácie a zmeny stavu zásob sú ďalšie z položiek, ktoré sa podieľajú na výkonoch podniku. V roku 2016 podnik začal týmto spôsobom prevádzkovať svoju činnosť a od tohto roku je ich vývoj relatívne stabilný. Na základe tejto stability bol odhadnutý aj vývoj v nasledovných rokoch, ktorý sa odvíja od tempa rastu tržieb z predaja výrobkov a služieb.

Tabuľka 33 Vývoj a prognóza aktivácie a zmeny stavu zásob

V €	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Zmena stavu zásob	221 071	617 027	675 517	829 985	972 095	1 071 443	1 170 765
Podiel na tržbách	2,80%	6,72%	7,44%	8,37%	7,70%	7,70%	7,70%
Tempo rastu	x	179,11%	9,48%	22,87%	17,12%	10,22%	9,27%
Priemerné tempo rastu	70,48%				12,20%		
Aktivácia	x	34 124	297 334	390 156	467 110	514 849	562 576
Podiel na tržbách	x	0,37%	3,28%	3,93%	3,70%	3,70%	3,70%
Tempo rastu	x	x	771,33%	31,22%	19,72%	10,22%	9,27%
Priemerné tempo rastu	401,28%				13,07%		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa účtovných závierok a interných materiálov spoločnosti

Medzi najvýznamnejšie položky patrí tiež výkonová spotreba, zložená z položiek materiálu, energie a služieb. Cieľom podniku je podiel týchto položiek znižovať čo sa podniku darí len nepatrne. V nasledujúcich rokoch je odhadovaný nárast najmä položky materiálu a energií, čo je prirodzené, nakoľko sa jedná o výrobný podnik, ktorý pri zvýšení svojej výrobnéj činnosti bude spotrebovať viac tejto položky.

Tabuľka 34 Vývoj a prognóza výkonovej spotreby

	2015	2016	2017	2018	2 019	2 020	2 021
Výkonová spotreba	7 763 679	8 525 811	8 924 938	9 674 130	11 109 653	12 245 059	13 380 176
Materiál a energia	7 479 923	8 162 017	8 493 177	9 221 691	10 665 267	11 755 257	12 844 969
Služby	283 756	363 794	431 761	452 439	444 386	489 802	535 207
Podiel na výkonoch	95,53%	86,66%	88,80%	86,83%	88,00%	88,00%	88,00%
Tempo rastu	X	9,82%	4,68%	8,39%	14,84%	10,22%	9,27%
Priemerné tempo rastu	7,63%				11,44%		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa účtovných závierok a interných materiálov spoločnosti

Osobné náklady podniku budú v budúcnosti rásť, spolu s rastom tržieb. Je tomu tak z toho dôvodu, že bicykle sa z veľkej časti vyrábajú ručne a pri raste výroby, musí nevyhnutne vzrásť aj táto zložka. To sa v budúcnosti aj predpokladá, nakoľko automatizácia v tejto

forme výroby nie je v podniku plánovaná. Rast osobných nákladov je tiež ovplyvnený budúciim rastom miezd, odmien a s tým spojených odvodov do sociálnej a zdravotnej poisťovne.

Tabuľka 35 Vývoj a prognóza osobných nákladov

	2015	2016	2017	2018	2 019	2 020	2 021
Osobné náklady	457 996	594 190	624 513	835 220	1 073 091	1 182 761	1 292 403
Podiel na tržbách	5,79%	6,47%	6,88%	8,42%	8,50%	8,50%	8,50%
Tempo rastu	X	29,74%	5,10%	33,74%	28,48%	10,22%	9,27%
Priemerné tempo rastu	22,86%				15,99%		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa účtovných závierok a interných materiálov spoločnosti

Pri ostatných položkách sa predpokladá ich stabilný vývoj do budúcnosti, ktorý bol prebraný z vývoja v posledných troch rokoch. Ich podiel na celkových tržbách za výrobky a služby je veľmi malý. Ostatné náklady na hospodársku činnosť boli odhadované na základe aritmetického priemeru týchto nákladov za roky 2015-2018.

Tabuľka 36 Prognóza podielov nákladových a výnosových položiek na tržbách

	2 019	2 020	2 021
Dane a poplatky	19 044	20 990	24 575
<i>Podiel na tržbách</i>	<i>0,14%</i>	<i>0,14%</i>	<i>0,15%</i>
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	5 441	5 997	8 192
<i>Podiel na tržbách</i>	<i>0,04%</i>	<i>0,04%</i>	<i>0,05%</i>
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	46 250	50 976	55 703
<i>Podiel na tržbách</i>	<i>0,34%</i>	<i>0,34%</i>	<i>0,34%</i>

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa účtovných závierok a interných materiálov spoločnosti

Na základe výsledkov jednotlivých položiek bol vyčíslený korigovaný výsledok hospodárenia pred odpismi, z čoho bola následne vyčíslená zisková marža, ktorej vývoj v rokoch 2019 – 20219 je zobrazený v tabuľke č. 37. Pri porovnaní s prognózou zhora je možné vidieť 1% nárast, nakoľko je však tento typ prognózy podrobnejší, bude sa za hlavnú považovať zisková marža v priemernej výške 11%.

Tabuľka 37 Prognóza ziskovej marže “zdola“

V €	2019	2020	2021
Tržby	13 602 865	14 993 032	16 383 199
KPVH pred zdanením	1 411 297	1 580 163	1 719 534
Zisková marža	10%	11%	11%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa účtovných závierok a interných materiálov spoločnosti

9.3 Pracovní kapitál

Pracovní kapitál je dalším generátorem hodnoty, ktorý je potrebný pre stanovenie hodnoty podniku. Tento pracovní kapitál bol ako prevádzkovo potrebný vyčíslený už v časti 8.4., teraz však bude bližšie analyzovaná z neho vyplývajúca doba obratu zásob, pohľadávok, záväzkov.

Tabuľka 38 Výpočet upraveného pracovního kapitálu

	V €	2016	2017	2018
+	Zásoby	3 712 649	4 711 771	5 572 470
+	Pohľadávky	433 152	297 341	513 247
+	Peňažné prostriedky	267 559	18 086	366 114
+	Ostatné aktíva ČRA	7 864	5 184	27 757
-	Krátkodobé záväzky (neúročené)	858 593	892 376	2 060 998
=	Pracovní kapitál prevádzkovo potrebný	3 562 631	4 140 006	4 418 590

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Zásoby, ktoré sú uvedené vo výpočte boli všetky v predošlej kapitole označené ako prevádzkovo potrebné, okrem jednej položky nedokončenej výroby v roku 2018, ktorá bola vylúčená. Ako je možné vidieť z nasledujúcej tabuľky, doba obratu zásob rastie. Dôvodom je predpokladaný rast spoločnosti a rozšírenie portfólia predávaných elektro bicyklov, preto rastú položky výrobkov, poskytnutých záloh a materiálu. Tieto všetky sú totiž dovážané zo zahraničia, pričom ich doba dodania sa dá skrátiť len náročne a okrem toho je treba brať do úvahy aj ich spracovanie. Pri položke tovaru sa je síce možné vidieť v predošlých rokoch nepravidelný rast, avšak v prípade podniku sa jedná o náhradné diely a športové doplnky, ktorých zaobstaranie nie je až tak zložité ako v prípade predošlých položiek, preto sa s nadmerným rastom ich doby obratu nepočíta ani v prípade mierneho zvýšenia ich predaja. V poslednom roku je možné vidieť pokles vo všetkých dobách obratu, čo je spôsobené najmä očakávaným značným zvýšením tržieb.

Tabuľka 39 Analýza vývoja a prognóza dôb obratu zásob

Doba obratu z tržieb (dni)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	161	134	172	174	186	181
z toho materiál	39	46	61	62	65	64
Z toho výrobky	39	63	62	59	65	64
z toho tovar	25	32	31	28	31	29
z toho poskytnuté zálohy	31	30	32	32	32	30

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok 2015-2018

Dlhodobé pohľadávky v spoločnosti nie sú avšak pri krátkodobých je možné vidieť rastúca doba obratu koncom roka 2018, ktorá následne v ďalšom roku klesá. Najväčší podiel predstavujú pohľadávky z obchodných vzťahov, pri ktorých je vidieť od roku 2016 pokles. Ich zvýšenie je predpokladané najmä z dôvodu zvýšenia počtu vystavených faktúr, súvisiacich so zvýšeným objemom predaja. Naopak pri daňových pohľadávkach je očakávaná ich stabilizácia, nakoľko zvýšenie výnosov sa predpokladá vo väčšej miere ako je zvýšenie nákladov. Z toho vyplýva očakávané zvýšenie v oblasti daňových záväzkov a nie pohľadávok. Celkovo sa ani v nasledovných rokoch nepredpokladá ich rast ani vplyvom zvýšenia predaja.

Tabuľka 40 Analýza vývoja a prognóza dôb obratu pohľadávok

Doba obratu z tržieb (dni)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Krátkodobé pohľadávky	16	11	18	14	13	12
Z toho obchodné	13	8	9	10	10	9
Z toho daňové pohľadávky	3	3	8	4	3	3

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok

V prípade záväzkov je možné vidieť z nasledujúcej tabuľky je možné vidieť že obchodné záväzky predstavujú najväčší podiel na celkových záväzkoch. Ako už bolo uvedené, spoločnosť spláca svoje záväzky podstatne neskôr, ako inkasuje pohľadávky, čo ju stavia do výhodnej pozície. Do budúca nie je predpoklad zníženia doby obratu záväzkov, čím je podnik oproti konkurenčným podnikom v značnej výhode. Čo sa týka doby obratu záväzkov voči spoločníkom, nepredpokladá sa jej významný rast, rok 2018 je možné považovať len za výkyv. Doba obratu záväzkov k zamestnancov a zo sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia bola vo všetkých sledovaných rokoch na stabilnej úrovni a aj cez malé nárasty zamestnancov sa tento stav predpokladá aj do budúcnosti. Ich výška je dovedená od doby obratu posledného sledovaného roka.

Tabuľka 41 Analýza vývoja a prognóza dôb obratu záväzkov

Doba obratu z tržieb (dni)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Krátkodobé záväzky	31	41	68	68	69	69
z toho obchodné	29	28	53	53	55	55
z toho voči spoločníkom	0	10	12	11	11	10
z toho zamestnancom	1	1	1	1	1	1
z toho sociálne a zdravotné	0	0	1	1	1	1
z toho iné záväzky	1	2	1	2	1	1

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok

Na základe takto zistených dôb obratu jednotlivých položiek obežných aktív a záväzkov, je stanovená konkrétna hodnota upraveného plánovaného pracovného kapitálu, kedy peňažné prostriedky sú stanovené prostredníctvom ukazovateľa okamžitej likvidity. Konkrétne sú ich hodnoty naplánované v ďalšej kapitole týkajúcej sa zostavenia výkazu peňažných tokov pre obdobie 2019 – 2021.

Tabuľka 42 Prognóza upraveného pracovného kapitálu

	V €	2019	2020	2021
+	Zásoby	6 575 515	7 759 107	8 259 811
+	Pohľadávky	523 512	533 982	544 662
+	Peňažné prostriedky	420 138	451 891	476 894
+	Ostatné aktíva ČRA	8 500	8 500	8 500
-	Krátkodobé záväzky (neúročené)	2 596 976	2 895 664	3 160 113
=	Pracovný kapitál prevádzkovo potrebný	4 930 689	5 857 816	6 129 754

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovných závierok

9.4 Dlhodobý majetok a investície

Prognóza vývoja dlhodobého majetku bola naplánovaná na základe informácií od vedenia spoločnosti. Dlhodobý majetok je pre dlhodobé trvanie výrobného podniku kľúčovým faktorom. V predošlej analýze bola celá jeho hodnota identifikovaná ako prevádzkovo potrebná, okrem DHM, ktorý bol obstaraný v roku 2018 a ešte nebol zaradený do účtovníctva. Pre prognózu investícií v budúcnosti je využitý vývoj tohto majetku v minulých rokoch na základe koeficientov náročnosti. Platí totiž, že v prípade rastu tržieb spoločnosti by sa mali zvyšovať aj jej investície. Výpočet odpisov a prognóza investícií a odpisy je vyčíslená v prílohe PIV pričom odhad investícií je vyčíslený v hodnote netto aj v hodnote brutto.

Dlhodobý nehmotný majetok

Do dlhodobého nehmotného majetku podniku spadá softvér a ochranná známka. Nový softvér spoločnosť obstarala v roku 2016 avšak bohužiaľ neslúži plnohodnotne k zabezpečeniu chodu podniku. Systémovo sa síce podarilo odbúrať niektoré problémy ktoré sa vyskytovali v predošlom softvéri Pohoda, ale stále existujú veľké medzery, ktoré sa nepodarilo v systéme odstrániť. Najväčšou z nich spracovávanie objednávok na základe počtu a druhu zásob na sklade. Podnik by potreboval vytvoriť možnosť komunikácie s odberateľom, ktorá by mu umožňovala objednať si v krátkodobom horizonte len také množstvo a druhy bicyklov, pre ktoré sa v súčasnosti na sklade komponenty. Tento systém musí byť prepojený na podnikový softvér a byť neustále aktualizovaný, čo je z technického hľadiska vysoko náročné. Určité

riešenie ponúka systém SAP, ktorý je však potrebné upraviť a nastaviť podľa presných požiadaviek klienta. Investícia do tohto softvéru sa však nepredpokladá skôr ako bude súčasný softvér plne odpísaný čo bude približne v polovici roka 2021. Táto investícia sa bude pohybovať v rozmedzí 75 – 100 tis. €, presný odhad je však prakticky nemožné stanoviť, nakoľko bude závisieť od technickej náročnosti vykonaných úprav na mieru. V tejto súvislosti sú za obdobie 2019-2023 predpokladané celkové investície vo výške 120 129 €. Ostatné investície nad ráme 100 tis. predstavujú technické inovácie a tiež nutnú investíciu do antivírusového systému.

Dlhodobý hmotný majetok

V rámci investícií do stavieb podnik v súčasnosti aktuálne neplánuje investíciu tohto typu. Avšak v súčasnosti využíva čiastočne na skladovanie prenajaté priestory v skladoch na okolí. Vedenie podniku priznáva, že v prípade, že by tieto skladovacie priestory nemohli využívať, museli by pristúpiť k výstavbe, kúpe, prípadne rozšíreniu súčasných priestorov. V tejto súvislosti sa vedenie tiež vyjadrilo, že ak by bol k dispozícii aj v súčasnosti vhodný objekt za prijateľnú cenu, rozmyšľali by o jeho kúpe. Tiež je potrebné počítat' s investíciami súvisiacimi s technickým zhodnotením súčasných budov, najmä k nim prislúchajúcim pozemkom, z ktorých by sa mohli (a pravdepodobne aj budú musieť) stať zastavané plochy z dôvodu rozširujúceho sa vozového parku. Z týchto dôvodov bola investícia naplánovaná vo výške 251 000 € v rozmedzí 2019-2023 rozdelená alikvotnou na 62 750 ročne.

Spoločnosť tiež zvažuje a v priebehu rokov aj realizuje obnovu vozového parku v súčasnosti spláca lízing, ktorý čerpá na automobil a nový stroj. Po konzultácií s vedením vyplynulo, že obnova a rozširovanie vozového parku sú pre podnik potrebné a to najmä čo sa týka dodávok na prepravu tovaru. Tieto investície boli naplánované alikvotnou čiastkou 20 000 ročne. Ostatné investície do samostatne hnutelných vecí predstavujú plánovanú údržbu a technické zhodnotenie súčasných strojov, prípadné dokúpenie nového výrobného stroja. Tiež sem spadajú investície do dlhodobého majetku, ktorý je súčasťou kancelárskeho vybavenia. Táto čiastka bola vyčíslená na 14 752 € ročne.

Odpisy za prognózované obdobie spolu s výškou investícií s nadväznosťou na výšku pôvodného majetku sú vyčíslené v prílohe P VI.

10 FINANČNÝ PLÁN

Finančný plán podniku je zostavený na roky 2019 - 2021 a to najmä z toho dôvodu, že podnik dosahuje v posledných rokoch stabilné zisky. Jeho význam spočíva v zobrazení očakávaného vývoja jednotlivých finančných výkazov, na základe ktorého je možné vykonať ocenenie podniku a vypočítať jednotlivé veličiny. Plán vychádza z analýzy finančného zdravia podniku a strategickej analýzy spolu s očakávaniami do budúcnosti. Nevyhnutnou časťou pre jeho zostavenie sú generátory hodnoty, ktoré boli vymedzené v predošlej kapitole. Tento plán sa skladá z troch častí – súvahy, výkazu ziskov a strát a výkazu peňažných tokov na obdobie 2019 – 2021.

10.1 Plánovanie výkazu ziskov a strát

Pri pláne výsledovky boli brané do úvahy kľúčové oblasti nákladov a výnosov, ktorých plánovanie prebiehalo postupne v jednotlivých kapitolách. Najvýznamnejšou položkou sú v tržby z predaja výrobkov a služieb, ktorých plán bol vykonaný už v strategickej analýze na základe lineárnej regresie, kde bol odhad tržieb vypočítaný na základe regresora HDP. Na základe týchto plánov bol urobený odhad priemerných cien jednotlivých typov bicyklov a plán výroby, ktorý tiež vychádzal z údajov minulých rokov.

Tabuľka 43 Odhad priemerných cien a výrobného množstva 2019 - 2021

Scenár - rastový model bez investície	Aktuálny	Aktuálny	Aktuálny	Aktuálny	Budget	Odhad	Odhad
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1. Množstvo							
Počet predaných bicyklov	47 052	55 209	51 375	54 528	60 340	62 470	65 801
Detské	11 450	14 375	13 050	14 652	16 590	17 520	18 761
Mid - Average	34 910	40 020	37 400	38 821	41 600	41 800	43 210
High End	692	764	875	945	1 250	1 550	1 950
E-Bike	0	50	50	110	900	1 600	1 880
Check	0	0	0	0	0	0	0
2. Cena							
Priemerná cena	EUR						
Detské	EUR	89 €	95 €	98 €	102 €	104 €	109 €
Mid - Average	EUR	178 €	189 €	192 €	210 €	215 €	217 €
High End	EUR	925 €	955 €	955 €	965 €	970 €	973 €
E-Bike	EUR	926 €	935 €	950 €	957 €	960 €	969 €
3. Tržby a Hrubý zisk							
Tržby z predaja vlastných výrobkov							
Tržby za predaj bicyklov Výkaz ziskov a strát		9 155 385 €	9 056 625 €				
Tržby za predaj bicyklov Vstupy od CTM	EUR	7 864 606 €	9 155 935 €	9 190 725 €	9 896 503 €	12 495 730 €	13 848 580 €
Detské	EUR	- €	1 279 375 €	1 239 750 €	1 435 896 €	1 692 180 €	1 822 080 €
Mid - Average	EUR	- €	7 123 560 €	7 068 600 €	7 453 632 €	8 736 000 €	8 987 000 €
High End	EUR	- €	706 700 €	835 625 €	902 475 €	1 206 250 €	1 503 500 €
E-Bike	EUR	- €	46 300 €	46 750 €	104 500 €	861 300 €	1 536 000 €
Kontrola			550 €	134 100 €			

Zdroj: interné materiály podniku

Ako je možné vidieť z vyššie uvedených výpočtov podnik plánuje nie len zvýšenie výrobného množstva ale aj cien. Tento rast cien však nie je enormný a to z dôvodu zachovania výhodného konkurenčného postavenia. Navýšenie výrobného množstva je však spojené aj

s rastom položiek aktivácie a zmeny stavu, ktoré boli predikované v rámci prognózy ziskovej marže „zdola“. Plán rastu je spojený aj s rastom predaja tovaru, ktorý predstavuje niektoré náhradné diely a doplnky. Tieto sú z veľkej časti tiež dovážané aj keď nie až v takom veľkom množstve z tretích krajín.

V prípade oceňovanej spoločnosti je s rastom výkonov priamo spojený aj rast nákladov na tieto výkony, najmä prognózovaný rast spotreby materiálu a energie. Tento materiál plánuje podnik aj naďalej dovážať, čo je okrem iného spojené aj s rastom kurzových ziskov a strát. Rast osobných nákladov je plánovaný nie len vďaka zvýšeniu počtu zamestnancov, ale aj plánovanému zvyšovaniu ich mzdového ohodnotenia. Tento rast by sa však mal oproti predchádzajúcemu obdobiu o niečo spomaliť.

Predikcia odpisov je prevzatá z plánovaných investícií v prílohe PVI. Ostatný majetok bol označený ako prevádzkovo potrebný a podnik ho neplánuje predávať. Z toho dôvodu bola táto časť výnosov a s tým spojených nákladov plánovaná ako nulová. V časti nákladov na hospodársku činnosť boli naplánované opravné položky a ostatné náklady na hospodársku činnosť, ktorých vývoj sa odvíja nie od vývoja tržieb ale aj zo zásady opatrnosti. Z tohto dôvodu boli podobne určené aj ostatné náklady na finančnú činnosť, tieto sú však z väčšej časti spojené so sprostredkovaním floating forwards prostredníctvom bánk. Čo sa týka nákladových úrokov, podnik (aspoň v súčasnosti) neplánuje zvyšovanie zadlžovania prostredníctvom bankových úverov.

Výsledná daň bola plánovaná vo výške 21 %, čo je súčasné daňové zaťaženie pre daň z príjmov z podnikateľskej činnosti. Táto daň bol plánovaná aj pre rok 2018, nakoľko vzhľadom na termín spracovania práce ešte nebola presne vyčíslená. V nasledujúcich rokoch sa zmena tejto sadzby nepredpokladá.

10.2 Plánovaná súvaha

Plánovaná súvaha je súčasťou prílohy PVIII a vychádza najmä z prognózy investícií do dlhodobého majetku a prognózy upraveného prevádzkovo potrebného kapitálu, resp. náročnosti tržieb na tento kapitál. Vývoj potreby DM je stanovený na základe prognózy investícií avšak čo sa týka obežného majetku ten je stanovený na základe príčinnej súvislosti s tržbami. Bez dostatočnej výšky materiálu či výrobkov by totiž tieto tržby neboli dosiahnuté. Dlhodobé pohľadávky podnik evidoval len v roku 2015 a od tej doby boli v nulovej výške, preto

v tejto výške boli odhadované aj do budúcnosti. Prognóza krátkodobých pohľadávok sa odvíjala jednak od generátorov hodnoty a jednak od faktu krátkej doby splatnosti a dobrej platobnej schopnosti odberateľov. Očakáva sa však pokles daňových pohľadávok a to najmä z dôvodu vyššieho zvýšenia tržieb ako nákladov, čo má za následok rast záväzkov voči tejto inštitúcií. Výška peňažných prostriedkov na finančných účtoch sa odvíja od zásad zachovania peňažnej likvidity a od faktu nákupu cudzej meny, potrebnej pre nákup materiálu a tovaru.

Štruktúra pasív zahŕňa stabilnú výšku základného kapitálu a zákonných rezervných fondov. V oblasti vlastného kapitálu sa však v priebehu rokov zvyšujú položky VH ako bežného tak minulého roku. VH bežného roku je prevzatý z plánovanej súvahy. Do VH minulých rokov je odvádzaná pomerná čiastka, samozrejme závislá od aktuálneho rozhodnutia manažmentu. Je však otázne ako by sa táto položka menila v prípade, vyplácania dividend, resp. či by bol zachovaný predikovaný model alebo by podnik pristúpil k jeho zníženiu. Pri dlhodobých záväzkoch podnik predpokladá odloženie splatnosti dlhodobých bankových úverov, ktoré predstavujú v súčasnosti výhodný zdroj krytia. Rast je však predpokladaný v oblasti záväzkov zo sociálneho fondu, čo čiastočne súvisí so zvyšovaním počtu zamestnancov, na ktorých potreby je tento fond navyšovaný a následne čerpaný. Z tohto dôvodu je predpokladaný aj rast zákonných rezerv, kde sú platnej slovenskej legislatívy v prípade podniku len rezervy na nevyčerpané dovolenky.

Pri položke krátkodobých záväzkov je predpokladaný rast, nakoľko zvýšenie výroby si bude vyžadovať okrem iného najmä zvýšenie záväzkov z obchodného styku. Tie boli prevzaté z generátorov hodnoty, pričom ich rast sa nepredpokladá ani tak z dôvodu platobnej neschopnosti podniku, ako z jeho platobnej politiky. Rast je predpokladaný aj v oblasti daňových záväzkov, ktoré boli stanovené na úrovni 1/12 z predpokladaného EBT upraveného od sadzbu dane 21%. Pri krátkodobých bankových úveroch je tiež predpokladaný ich rast, aj keď pomalší ako tomu bolo v minulých rokoch. Dôvodom je dofinancovanie časti nákupu cudzej meny z tohto zdroja financovania. Naopak, pri položke krátkodobých výpomocí, je v nasledovnom období predpoklad ich poklesu.

10.3 Plánovaný výkaz peňažných tokov

Pre skompletizovanie finančného plánu, bol vytvorený aj plánovaný výkaz CF, ktorý vychádza z podkladu zverejňovaného výkazu CF podnikom za roky 2016-2018. Oba tieto výkazy sú súčasťou prílohy P IX.

Prognóza výkazu peňažných tokov vychádza z korigovaného výsledku hospodárenia, ktorý bol prevzatý z výkazu CF a následne upravený. Tento je postupne upravený o daň a nepeňažné operácie ako sú odpisy, či zmena stavu rezerv. Týmto postupom je vyčíslený peňažný tok z prevádzkovej činnosti a následne aj z investičných činností a finančnej činnosti.

Celkový stav peňažných tokov z prevádzkovej činnosti je v nasledujúcich rokoch plánovaný vo vysoko kladných hodnotách, čo je možné hodnotiť veľmi pozitívne. Pozitívne je aj investičné zaťaženie spoločnosti, nakoľko sa v budúcnosti predpokladá generovanie zisku práve z týchto investícií. Toto investičné zaťaženie však nie je pre podnik neúnosné. Konečný stav peňažných prostriedkov sa tak medziročne zvyšuje a to aj napriek plánovaným výdavkom na podiely z vlastného imania.

11 OCEŇOVANIE PODNIKU VYBRANÝMI VÝNOSOVÝMI METÓDAMI

Ako už bolo v priebehu práce niekoľko krát spomínané, výsledné ocenenie podniku bude vykonané metódou DCF entity, ktorá patrí medzi najpoužívanejšie metódy oceňovania. Diskontovaním zisteného FCF bude zistená súčasná hodnota tejto veličiny pre vlastníkov aj veriteľov. Táto metóda bola zvolená najmä z toho dôvodu, že jednou z možností rozšírenia podniku je práve emisia dlhopisov, kedy sú peňažné toky dôležité pre obe spomínané skupiny.

11.1 Stanovenie diskontnej miery

V tejto časti bude stanovená diskontná miera, ktorá bude následne slúžiť predovšetkým k zohľadneniu faktoru času a rizík, ktoré hrozia podniku. Diskontná miera bude stanovená na úrovni priemerných vážených nákladov kapitálu ale pretože výpočet vychádza z peňažných tokov pre vlastníkov, je potrebné aby bola diskontná miera stanovená aj na tejto úrovni. Ich hodnota by mala priblížiť úroveň zadlženia spoločnosti, plynúce z ich tržnej kapitálovej štruktúry.

11.1.1 Stanovenie nákladov na cudzí kapitál

Náklady cudzieho kapitálu budú vypočítané ako priemer úrokových sadzieb. Úrokové náklady, ktoré podnik platí, sú z viacerých úverov, ktoré podnik čerpá. Podnik v súčasnosti využíva úročné krátkodobé úvery (kontokorentné a revolvingové), dlhodobé investičné úvery, lízing a úročený záväzok vo ostatných záväzkov voči spoločníkom. Prehľad čerpaných úverov a k nim prislúchajúcich úrokových sadzieb je zobrazený v nasledovnej tabuľke.

Tabuľka 44 Náklady na cudzí kapitál vybraného podniku

Typ úveru	Úroková sadzba v %
Krátkodobý bankový úver – ČSOB	1,80 %
Kontokorentný úver – ČSOB	1,80 %
Záväzky voči spoločníkom	7,00 %
Dlhodobý bankový úver – Tehelňa	2,63 %
Dlhodobý bankový úver – Tehelňa – krátka časť	3,97 %
Lízing – Mercedes	3,25 %
Lízing – automatizovaný stroj	4,23%

Zdroj: Interné materiály spoločnosti

Náklady na cudzí kapitál sú stanovené priemerom vyššie uvedených úrokových mier vo výške 3,53 %.

11.1.2 Stanovenie nákladov vlastného kapitálu

Stanovenie nákladov vlastného kapitálu je náročný proces, v priebehu ktorého ho sa odporúča využiť niekoľko spôsobov. Pre potreby podniku budú využité – metódy oceňovania kapitálových aktív a stavebnicová metóda. Zo začiatku bol zámer stanovenia týchto nákladov aj prostredníctvom priemernej rentability odvetvia, bohužiaľ na dostupných stránkach ministerstva hospodárstva ani štatistického úradu, nie sú dostupné informácie potrebné pre vyčíslenie tejto hodnoty.

11.1.2.1 Metóda CAPM – analogická metóda

Náklady vlastného kapitálu boli prostredníctvom tejto metódy vypočítané s pomocou bezrizikovej úrokovej miery, koeficientu beta a rizikovej prémie, na základe nasledujúceho vzťahu:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Hodnota bezrizikovej úrokovej miery r_f je najčastejšie stanovená na úrovni desaťročných štátnych dlhopisov, ktorá bola zistená na stránkach NBS. Pre výpočet bude použitá sadzba vo výške 0,94 %, ktorá predstavuje priemernú sadzbu ku koncu roka 2018. Zvažovaná bola aj sadzba štátnych dlhodobých amerických dlhopisov emitovaných na obdobie 10 rokov, ktoré sú vo výške 2,87 %. Vzhľadom k tomu, že podnik pôsobí primárne na tuzemskom trhu bola nakoniec zvolená r_f vo výške 0,94 %.

Zistenie koeficientu beta, vyjadrujúceho citlivosť investície voči trhu, prebiehalo obtiažnejšie, vzhľadom k tomu, že podnik nie je obchodovaný na kapitálovom trhu. Z toho dôvodu bol využitý postup pre jeho stanovenie metódou analógie. Jej hodnota vychádza z koeficientu beta na úrovni nulového zadlženia pre podobné podniky pôsobiace v rovnakom odvetví. Informácie boli čerpané z internetových stránok prof. Damodarana. Za najbližší sektor bol považovaný *Entertainment*, ktorý býva použitý pri podnikoch s podobným zameraním. Ako je možné vidieť z nasledovnej tabuľky, beta je vyššia ako 1, z čoho vyplýva, že výnosová prirážka je väčšia ako priemerná prémie riziko. Výpočet bety (zadlženej) prebiehal nasledovným spôsobom:

$$\beta_Z = \beta_N * (1 + (1 - T) * CK/VK)$$

Tabuľka 45 Výpočet koeficientu beta

	2016	2017	2018
β_N	0,69	0,74	1,04
T	21%	21%	21%
CK	3 671 880	4 046 675	5 103 537
VK	2 335 519	2 525 025	2 750 172
β_Z	1,94	2,12	3,45

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Damodarana a interných materiálov podniku

Riziková prémie trhu vyjadrujúca výnosové ocenenie rizikovosti tržného portfólia je poslednou časťou modelu CAPM. Jej výsledok je vyjadrený ako rozdiel medzi predpokladanou výnosnosťou kapitálu, ktorý sa nachádza na trhu a bezrizikovej úrokovej miery. Mařík uvádza niekoľko postupov, ktorými je možné rizikovú prémie zistiť, pričom jedným z nich je aj zistenie ratingu danej krajiny, na základe údajov zverejnených ratingovými agentúrami. Agentúra Moody's, ktorá dňa 4.7.2017 stanovila rating pre Slovenskú republiku na úrovni A2 (pozitívny) či Standard & Poors, ktorý hodnotenie bolo A⁺. Následnej pre stanovenie správnej výšky rizikovej prémie, bola použitá okrem equity risky premium (ERP; r_m) vo výške 7,14 %

Konečný výpočet n_{vk} metódou CAMP – analógia, je možné nájsť v nasledovnej tabuľke.

Tabuľka 46 Výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu CAPM

Model oceňovania kapitálových aktív (CAPM)	
Risk free rate (r_f)	0,94 %
Beta (β_N)	1,04
Beta (β_Z)	3,45
Equity risk premium (r_m)	7,14 %
Cost of equity (n_{vk})	6,20 %

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov spoločnosti

11.1.2.2 Stavebnicový model

Základnou metodikou tohto modelu je stanovenie n_{vk} prostredníctvom rizikových prirážok pripočítaných k bezrizikovej úrokovej miere. Týmto spôsobom sú do výpočtu premietnuté systematické aj nesystematické riziká. Aj v tomto prípade bude riziková miera stanovená vo výške 10 ročných štátnych dlhopisov, ktorá bola stanovená zo stránok NBS pri výpočte modelu CAPM. Pri výpočte budú použité prirážky za likvidnosť akcie, obchodné riziko, finančnú štruktúru a stabilitu. Pre výpočet bude použitý nasledovný vzorec:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikateľské} + r_{finstab} + r_{finstr}$$

Údaje za riziko veľkosti podniku boli prebrané z Annual Market Review - Ibbotson 2016-2018. Riziková prirážka $r_{\text{podnikateľské}}$ vychádza z porovnania rentability aktív a nákladov na cudzí kapitál. V prípade, ak sú hodnoty ROA vyššie ako náklady na cudzí kapitál, hodnoty prirážok sa preberajú z údajov odvetvia.

Prirážka r_{finstab} má priamu súvislosť s hodnotami bežnej likvidity. Likvidita sa porovnáva s položkami $XL_1 = 1$ a $XL_2 = 2$. Nakoľko má podnik problémy s likviditou v priebehu sledovaného obdobia a prirážka za finančnú stabilitu bola počítaná postupom predpísaným štatistickým úradom, v prípade, že sa likvidita pohybuje v tomto rozmedzí a to $((XL_2 - \text{Likvidita})^2 / (XL_2 - XL_1)) * 0,1$.

Poslednou prirážkou je prirážka za finančnú štruktúru, ktorá je stanovená podielom EBIT a nákladových úrokov. Ak je hodnota tohto ukazovateľa menšia ako 1, prirážka sa stanoví vo výške 10 %. Ako je možné vidieť z nasledovnej tabuľky, hodnota neklesá pod 1 ani v jednom roku, preto bude nákladová prirážka stanovená v nulovej výške.

Tabuľka 47 Podklad pre výpočet prirážky za finančnú štruktúru

	2016	2017	2018
EBIT	625 535	659 382	738 646
NÚ	76 111	81 649	73 880
EBIT/NÚ	8,22	8,08	10,00

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov spoločnosti

Ministerstvo hospodárstva však odporúča pre podniky, ktoré majú úver, v prípade nulovej prirážky stanoviť jej výšku aspoň na spodnej hranici, ktorá je každoročne zverejňovaná pre jednotlivé odvetvia.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje prepočet výslednej sadzby n_{vk}

Tabuľka 48 Náklady na vlastný kapitál podľa stavebnicovej metódy pre podnik

	2016	2017	2018
Bezriziková sadzba r_f	0,48%	0,98%	0,94%
Riziková prirážka za veľkosť podniku – r_{LA}	0,69%	0,66%	0,89%
Riziková prirážka za obchodné riziko – $r_{\text{podnikateľské}}$	2,46%	2,89%	3,14%
Riziková prirážka za finančnú stabilitu – r_{finstab}	0,49%	0,47%	0,46%
Riziková prirážka za finančnú štruktúru – r_{finstr}	2,66%	2,9%	2,69%
Náklady na vlastný kapitál - r_e	6,78%	7,9%	8,12%

Zdroj: vlastné spracovanie podľa informácií zo ŠUSR a Ministerstva hospodárstva

11.1.2.3 Priemerná rentabilita v odvetví

Táto metóda patrí medzi najjednoduchšie metódy pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál. Údaje o priemernej rentabilite vlastného kapitálu boli čerpané z analýzy, vykonávanej agentúrou Finstat (© 2019). V roku 2018 boli tieto náklady stanovené vo výške 4,6%. Tento údaj je však málo relevantný, nakoľko bol prevzatý z najbližšieho príbuzného odvetvia výroby bicyklov, ktorým je odvetvie dopravy a logistiky.

11.1.2.4 Odvodenie nákladov na vlastný kapitál od nákladov na cudzí kapitál

Ďalšou možnosťou ako stanoviť náklady na vlastný kapitál, je ich odvodenie nákladov na cudzí kapitál. Nakoľko však predstavujú tieto náklady drahší zdroj financovania, odporúča sa k vypočítanej sadzbe n_{ck} pripočítať prirážku, ktorá tomu bude zodpovedať. Po konzultácií s podnikom bolo stanovené, že výška tejto prirážky by sa mala odvíjať od záväzkov voči spoločníkom. Z toho dôvodu bola stanovená prirážka vo výške 7,5 %. Výsledná sadzba je následne vyčíslená vo výške 11,03 %.

11.1.2.5 Výsledné stanovenie nákladov na vlastný kapitál

V tabuľke zobrazenej nižšie sú uvedené jednotlivé hodnoty zisteného nákladu na vlastný kapitál, získaných pomocou rôznych metód. Týmto metódam boli podľa ich podľa ich vypovedajúcej schopnosti pridelené váhy. Najväčšiu váhu má metóda CAPM, ktorá z najväčšej časti zohľadňuje situáciu a potreby podniku. Najmenšia váha je naopak prikladaná priemernej rentabilite odvetvia, nakoľko sa jedná len o odhad príbuzného odvetvia výroby a je preto možné predpokladať, že rentabilita vlastného kapitálu odvetvia bicyklov by bola značne iná.

Tabuľka 49 Priemerné náklady na vlastný kapitál

Metóda	Váha	N_{vk}	Prepočítané N_{vk}
CAPM	4	6,20%	24,80%
Stavebnicový model	3	8,12%	24,36%
Priemerná rentabilita v odvetví	1	4,60%	4,60%
Odvodenie od nákladov cudzieho kapitálu	2	11,03%	22,06%
Celkom	10		75,82
Priemerné náklady na vlastný kapitál (N_{vk})			7,58%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠUSR a interných materiálov spoločnosti

11.1.3 Vážené priemerné náklady na kapitál

Posledným krokom pri zisťovaní nákladov je dosadenie vyššie uvedených veličín do vzorca pre výpočet WACC, podľa údajov za rok 2018. Výsledná hodnota vážených priemerných nákladov bola vyčíslená na hodnotu 4,94 %.

$$WACC = N_{CK} * (1-T) * (CZ/K) + N_{VK} * (VK/K)$$

Tabuľka 50 Podklady pre výpočet priemerných nákladov na kapitál

Položka	Hodnota
Náklady na cudzí kapitál (N_{CK})	3,53 %
Náklady na vlastný kapitál (N_{VK})	7,58 %
Cudzí kapitál (CZ) úročený	3 362 096
Vlastný kapitál (VK)	2 750 172
Celkový kapitál (K)	6 112 268
CZ / K	55 %
VK / K	45 %
Daňový štít (1-T)	0,79
Vážené priemerné náklady na kapitál (WACC)	4,94 %

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov podniku

11.2 Stanovenie hodnoty podniku metódou DCF entity

Princíp metódy DCF entity je spočíva v diskontovaní peňažných tokov. Tým bude zistená hodnota podniku ako celku, inak nazývaná aj hodnota brutto. Ďalším krokom, ktorý bude nasledovať je odpočítanie cudzieho kapitálu ku dňu, ku ktorému ocenenie prebieha. Tým bude zistená hodnota vlastného kapitálu, teda hodnota netto.

Prvou fázou stanovenia hodnoty spoločnosti je stanoviť voľné peňažné toky, ktoré sú ďalej diskontované prostredníctvom zvolenej diskontnej miery. Prvá fáza trvá tri roky, teda od roku 2018 až do roku 2021. Všetky potrebné informácie pre spracovanie tejto fázy, vyplývajú z finančného plánu podniku. Dĺžka 3 roky bola stanovená na základe stabilizovanej pozície spoločnosti.

Druhá fáza je následne stanovená od roku 2022 do nekonečna. Pokračujúca hodnota v druhej fáze bude stanovená prostredníctvom Gordonovho a parametrického vzorca.

Prvým krokom je vymedzenie prevádzkovo potrebného investovaného kapitálu, na základe plánovanej súvahy z finančného plánu. V prípade oceňovaného podniku prevádzkovo nepo-

trebné aktíva vyčlenené v kapitole 8.4. Prognóza pre roky 2019-2021 je znázornená v nasledovnej tabuľke. Jedná sa o netto hodnoty kapitálu a ich význam spočíva v tom, že sú nevyhnutné pre výpočet voľného peňažného toku podniku.

Tabuľka 51 Stanovenie prevádzkovo potrebného kapitálu

	V €	F2018	F2019	F2020	F2021
+	Dlhodobý nehmotný majetok	20 474	11 238	63 762	81 250
+	Dlhodobý hmotný majetok	1 334 065	1 591 624	1 529 868	1 468 112
=	Dlhodobý majetok prevádzkovo potrebný	1 354 539	1 602 862	1 593 630	1 549 362
+	Zásoby	5 572 470	6 575 515	7 759 107	8 259 811
+	Pohľadávky	513 247	523 512	533 982	544 662
+	Peňažné prostriedky prevádzkovo potrebné	366 114	420 138	451 891	476 894
+	Ostatné aktíva ČRA	27 757	8 500	8 500	8 500
-	Krátkodobé záväzky	2 033 452	2 569 430	2 873 664	3 140 113
-	Zmeny stavu rezerv	33 050	36 100	42 050	45 180
+	Ostatné záväzky voči spoločníkom – krátkodobé	363 486	415 643	460 203	455 089
-	Krátkodobé výpomoci	27 546	27 546	22 000	20 000
=	Pracovný kapitál prevádzkovo potrebný	4 235 779	5 310 232	6 275 968	6 539 663
=	Investovaný kapitál prevádzkovo potrebný	5 590 318	6 913 094	7 869 598	8 089 025

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov spoločnosti

Pre výpočet hodnoty podniku prostredníctvom tejto metódy je nevyhnutné určiť diskontnú mieru. Jej výška bola stanovená na úrovni priemernej hodnoty 4,94 %. Ďalej je potrebné určiť hodnotu voľného peňažného toku pre vlastníkov aj veriteľov, k čomu bude využitý korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia.

Tabuľka 52 Výpočet voľného peňažného toku pre vlastníkov a veriteľov

		F2019	F2020	F2021
	Prevádzkový VH	1 395 972	1 551 066	1 679 635
+	Tržby z predaja DM a materiálu	0	0	0
-	Nákladové úroky	60851	54864	51847
+	Kurzové zisky	296 542	326 848	357 154
-	Kurzové straty	178 198	196 409	214 620
-	Ostatné náklady na finančnú činnosť	42 169	46 478	50 788
	KPVH pred zdanením	1 411 297	1 580 163	1 719 534
-	Upravená daň (21 %)	296 372	331 834	361 102
=	KPVH po dani	1 114 925	1 248 329	1 358 432
+	Odpisy	173 778	179 184	211 072
-	Investície do upraveného pracovného kapitálu	1 074 453	965 736	263 695
-	Investície do obstaraného dlhodobého majetku	422 101	169 952	166 804
=	Voľný peňažný tok entity (FCFF)	-207 851	291 825	1 139 005

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov spoločnosti

V ďalšom kroku bude zistená hodnota brutto prvej fáze, prostredníctvom diskontovania FCFF. Všetky informácie potrebné pre výpočet prvej fáze k 31.12.2018 sú uvedené v tabuľke nižšie.

Tabuľka 53 Stanovenie hodnoty prvej fáze

	F2019	F2020	F2021
FCFF	-207 851	291 825	1 139 005
Diskontná miera	4,94%	4,94%	4,94%
Odúročiteľ	0,9529	0,9081	0,8653
Diskontované FCF (k 31.12.2018)	-198 061	264 997	985 604
Hodnota prvej fáze k 31.12.2018	1 052 540 €		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov spoločnosti

V predošlých analýzach bolo zistené, že podnik spĺňa všetky podmienky pre going concern. Z toho dôvodu je potrebné zistiť, akú hodnotu bude podnik generovať svojím vlastníkom a veriteľom v budúcich rokoch. Druhá fáza je stanovená od roku 2022 do nekonečna.

Skôr ako bude aplikovaný Gordonov a parametrický vzorec, je pre výpočet druhej fáze nutné určiť tempo rastu podniku v nasledujúcich rokoch. Tempo rastu (g) bude súvisieť s výstupom podniku a teda jeho celkovými tržbami. V rámci spracovania strategickej bol zistený odhad vývoja HDP na základe predikcie Slovenskej republiky na strednodobé obdobie, ktorá je vo výške 6,06 % a vývoj inflácie je predpokladaný vo výške 2,5 – 3 %. Odhadované tempo rastu je na úrovni 3,31 %.

Výpočet pokračujúcej hodnoty prostredníctvom parametrického vzorca:

Podľa postupu, ktorý uvádza M. Mařík, prvým krokom tohto výpočtu je určenie KPVH pre prvý rok po uplynutí roku plánu t.j. pre rok 2022, teda $KPVH_{T+1}$. Druhým krokom je určenie hodnoty čistých investícií $I_{nettoT+1}$, miery investícií m_I a rentability r_I .

$$KPVH_{2022} = KPVH_{2021} * (1+g) = 1\,358 * (1 + 0,0331) = 1\,403\,396 \text{ tis. €}$$

$$I_{netto2022} = K_{2021} * g = 8\,089\,025 * 0,0331 = 267\,747 \text{ tis. €}$$

$$m_I = I_{netto2022} / KPVH_{2022} = 268 / 1\,403 = 19,08 \%$$

$$r_I = g/m_I = 0,0331 / 0,1908 = 17,35 \%$$

Hodnota, o ktorú je rentabilita investovaného kapitálu vyššia ako náklady vlastného kapitálu, predstavuje tzv. rentu. Pre podnik to predstavuje zvýšenie jej hodnoty. V prípade oceňovaného podniku je táto renta vo výške 11%. Predpoklad vyššej rentability v porovnaní s nákladmi je teda splnený.

Výpočet pokračujúcej hodnoty na základe parametrického vzorca:

$$PH = ((KPVH_{2022} * (1 - g/r_1)) / (i_k - g)) = (1\,403 * (1 - 0,0331/0,1735)) / (0,0494 - 0,0331)$$

$$PH = 69\,672 \text{ tis. €}$$

Táto hodnota sa ďalej prepočíta na súčasnú hodnotu, ktorej výška je 66 418 tis. €.

Následne po výpočte SH v prvej aj druhej fáze sú vykonané posledné úpravy, ktoré sú nevyhnutné pre výpočet hodnoty vlastného kapitálu. Hodnota ocenenia podniku brutto je súčet hodnoty prvej a druhej fáze. Následným odpočítaním úročeného cudzieho kapitálu je získaná výška ocenenia netto.

Výpočet pokračujúcej hodnoty pomocou Gordonovho vzorca:

Pri výpočte pomocou Gordonovho vzorca je potrebné stanoviť FCFF v prvom roku druhej fáze, tzv. $FCFF_{T+1}$. Hodnoty tempa rastu aj diskontnej miery sú rovnaké, ako tomu bolo v prípade parametrického vzorca.

$$FCFF_{2022} = KPVH_{2022} - I_{netto2022} = 1\,403 - 267\,747 = 1\,136 \text{ tis. €}$$

$$PH = FCFF_{2022} / (i_k - g) = 1\,135 / (0,0494 - 0,0331) = 69\,672 \text{ tis. €}$$

Súčasná hodnota pokračujúcej hodnoty je na základe Gordonovho vzorca vo výške 66 418 tis. €.

Pokračujúca hodnota je prevedená na súčasnú hodnotu diskontovaním dosahuje v oboch prípadoch výpočtu rovnakých hodnôt.

Následne po vypočítaní súčasnej hodnoty prvej fáze, budú pokračovať posledné úpravy, nevyhnutné pre výpočet hodnoty vlastného kapitálu. Hodnota ocenenia podniku brutto je vypočítaná ako súčet prvej a druhej fáze. Následne je odpočítaný cudzí kapitál a hodnota neprevádzkových aktív k dátumu ocenenia podniku.

Tabuľka 54 Výsledná hodnota podniku podľa metódy DCF entity

V €	
SH prvej fáze	1 052 540
SH druhej fáze	66 417 851
Ocenenie podniku brutto	67 470 391
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	3 362 096
Ocenenie podniku netto	64 108 295
Hodnota neprevádzkových aktív	16 948
Hodnota podniku (VK) k 31.12.2018	64 125 243

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov spoločnosti

11.3 Ocenenie metódou EVA

Pre kontrolu výsledkov ocenenia metódu DCF entity je v tejto kapitole vypočítaná metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA), ktorá by mala priniesť rovnaké výsledky.

Stanovenie hodnoty pomocou metódy EVA prebieha v dvoch fázach. V prvej fáze je vymedzená hodnota EVA pre tie roky, ktoré spadajú do plánovaného obdobia a ktoré sú následne diskontované na súčasnú hodnotu ku dňu ocenenia spoločnosti. Ako diskontná miera budú použité vyššie vypočítané náklady WACC. Hodnota prvej fáze bude následne určená ako súčet diskontovaných EVA v priebehu rokov 2019-2021.

V tabuľke č. 55 je zobrazený výpočet prvej fáze, ktorú predstavuje vymedzenie NOA. Tieto čisté operatívne aktíva korelujú s hodnotou prevádzkovo potrebného kapitálu. Ďalším potrebným faktorom pre výpočet NOPAT, predstavujúceho zisk z hlavnej činnosti podniku. Pre potreby výpočtu bude NOPAT stanovený na úrovni KPVH po dani. Priemerné vážené náklady boli vypočítané v kapitole 11.1.3 a budú použité vo výške 4,94 %.

Tabuľka 55 Kontrolný výpočet EVA

	2019	2020	2021
NOPAT	1 114 925	1 248 329	1 358 432
NOA	6 913 094	7 869 598	8 089 025
WACC	4,94 %		
WACC * NOA _{T-1}	276 162	341 507	388 758
EVA	838 763	906 822	969 674
Odúročiteľ	0,9529	0,9081	0,8653
EVA diskontovaná	799 257	823 485	839 059
Súčasná hodnota prvej fáze k 31.12.2018	2 461 801		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa interných materiálov spoločnosti

Rovnako pre výpočet druhej fáze bude použité rovnaké tempo rastu ako pri výpočte pomocou metódy DCF entity. Jeho hodnota je vo výške 3,31% a priemerné vážené náklady na kapitál, ktoré sú opäť stanovené vo výške 4,94 %. Výpočet v druhej fáze je nasledovný.

$$\text{NOPAT}_{2022} = \text{NOPAT}_{2021} * (1+g) = 1\,358\,432 * (1 + 0,0331) = 1\,403\,396$$

$$\text{EVA}_{2022} = \text{NOPAT}_{2022} - \text{NOA}_{2021} * \text{WACC} = 1\,403\,396 - 8\,089\,025 * 0,0494 = 1\,403\,396 - 399\,598 = 1\,003\,798 \text{ €}$$

Pokračujúca hodnota je vypočítaná nasledovne:

$$\text{PH} = \text{EVA}_{2022} / \text{WACC} - g = 62\,353\,535 \text{ €}$$

V ďalšej časti výpočtu bude táto pokračujúca hodnota diskontovaná na súčasnú hodnotu diskontovaním, čím je stanovená SH druhej fáze 59 418 272 €. Súčtom hodnoty prvej a druhej fáze je zistená tržná pridaná hodnota MVA. K tejto hodnote je následne potrebné pripočítať hodnotu čistých operatívnych aktív a odpočítať úročený cudzí kapitál. Týmto postupom je zistená hodnota netto. Výsledná hodnota VK je potom zistená len prostredníctvom pripočítania neprevádzkového majetku k tejto hodnote netto.

Tabuľka 56 Výpočet hodnoty vlastného kapitálu pomocou EVA

Súčasná hodnota prvej fáze	2 461 801
Súčasná hodnota druhej fáze	59 418 272
MVA	61 880 073
NOA k dátumu ocenenia	5 590 318
Prevádzková hodnota brutto	67 470 391
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	3 362 096
Prevádzková hodnota netto	64 108 295
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	16 948
Výsledná hodnota VK k 31.12.2018	64 125 243

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe interných materiálov spoločnosti

11.4 Zhrnutie výsledkov použitej výnosovej metódy oceňovania

Hodnota podniku k 31.12.2018 bola stanovená na 64 108 tis. €. Po odpočítaní hodnoty úročeného cudzieho kapitálu k dátumu ocenenia bola hodnota vlastného kapitálu (netto) stanovená vo výške 64 125 tis. €. K jej vymedzeniu bola primárne použitá metóda DCF entity, ktorej výsledky sú overené prostredníctvom aplikácie metódy EVA. Obe tieto metódy boli zostavené na základe údajov prevzatých zo strategickej a finančnej analýzy. Hodnota výsledkov oboch aplikovaných metód bola totožná, najmä vďaka zhodným vstupným údajom potrebným pre výpočet. Metóda EVA navyše informuje o tom, že podnik tvoril hodnotu a v akej výške bola táto hodnota tvorená.

ZÁVĚR

Primárnym cieľom tejto diplomovej práce bolo zistenie hodnoty podniku XY, s. r. o. prostredníctvom výnosovej metódy DCF entity. Tento cieľ bol splnený na záver projektovej časti, čo by však nebolo možné bez vykonania strategickej a finančnej analýzy v analytickej časti práce. Všetky tieto výsledky vychádzajú z interných materiálov, prognóz a informácií od vedenia spoločnosti, ktoré sa vzťahujú k dátumu 31.12.2018, ktorý je zhodný s dátumom ocenenia.

Ako už bolo predoslané v úvode, teoretická časť poskytuje odborné podklady a znalosti potrebné k správnej interpretácii výsledkov a zistení, ktoré sú výsledkom praktickej časti. Bol tak splnený predpoklad spracovania literárnej rešerše vykonanej prostredníctvom slovenskej, českej a zahraničnej literatúry.

Pre spracovanie strategickej analýzy, ktorá je úvodom do praktickej časti bolo potrebné získať informácie nie len o spoločnosti ako subjektu trhu, ale najmä o trhu samotnom. V tejto časti bola vymedzená predovšetkým veľkosť relevantného trhu pre spoločnosť, odvíjajúca sa od tržieb podľa klasifikácie ekonomických činností SK NACE 30. Tiež boli vykonané jednotlivé analýzy rastu, rentability, či atraktivity trhu, ktorá bola vyhodnotená na 62,5 %. Aj napriek tejto atraktivite, ktorá by mohla v budúcnosti prilákať novú konkurenciu, má podnik na trhu stabilné postavenie, ktoré si je podľa výsledkov analýzy konkurencie a vnútorného potenciálu schopný udržať. Prostredníctvom regresnej analýzy bola v tejto časti tiež vykonaná prognóza vývoja tržieb v tomto odvetví, kde bol ako regresor použitý HDP. Výsledky tejto analýzy boli vo výsledku premietnuté aj do samotného ocenenia. Podnik totiž pôsobí na trhu so stabilným rastom, ktorý má dobré predpoklady na ďalší rozvoj.

Výsledky finančnej analýzy pre podnik dopadli priaznivo, aj keď boli zistené mierne nedostatky v oblasti likvidity a otvorený priestor na zvýšenie rentability. Bohužiaľ, nie všetci najväčší konkurenti, zverejňujú informácie o vývoji svojich finančných ukazovateľov a slovenský Štatistický úrad ani Ministerstvo financií či hospodárstva, nezverejňuje presné informácie ich vývoja za skúmané odvetvie. Preto bolo porovnanie s konkurenciou vykonané len na dvoch najväčších konkurentoch Dema a Kenzel, ktorí v tejto oblasti transparentný. Aj keď výsledky ukázali podobný vývoj jednotlivých ukazovateľov, pravdou je, že rozdielna finančná štruktúra podnikov mala vplyv na niektoré ukazovatele, najmä čo sa týka zadlženosti. V tejto oblasti by podnik mohol zhodnotiť svoj konzervatívny spôsob financovania a prostredníctvom rôznych scenárov, ktorými sú napríklad akvizície, emisia dlhopisov či fúzia

s iným podnikom by mohol svoj predpokladaný rast niekoľko násobne zvýšiť. Tento prístup by mohol byť výhodný nie len z hľadiska rastu na domácom trhu, ale tiež rastu v zahraničí. V tejto súvislosti je však potrebné podotknúť, že finančný plán, ktorý bol spracovávaný v ďalšej časti práce bol spracovaný ako model bez investície.

Vďaka výsledkom z prvých troch kapitol praktickej časti práce je možné označiť podnik za zdravý a finančne stabilný. V budúcnosti je tak možné predpokladať jeho trvajú ziskovosť a predovšetkým jeho nepretržité trvanie, tzv. „going concern“. Bez splnenia tejto podmienky by totiž nebolo možné oceniť podnik prostredníctvom výnosových metód.

Po rozčlenení aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné, boli vymedzené jednotlivé generátory hodnoty a následne bol naplánovaný ich vývoj. Tento plán sa primárne odvíjal od hodnoty tržieb, ktoré by mal podnik generovať v stanovenom období. Ich predikcia bola opäť vykonaná na základe lineárnej regresie s použitím HDP v bežných cenách. Podnik totiž patrí do odvetvia, ktorého vývoj tržieb vo veľkej miere súvisí s vývojom HDP, preto bol tento ukazovateľ použitý ako regresor.

Pri výslednom ocenení bol aplikovaný výpočet diskontnej miery, prostredníctvom určenia priemerných vážených nákladov na kapitál. Táto diskontná miera bola následne použitá pri prevedení hodnoty podniku na súčasnú hodnotu, ktorá bola metódou DCF entity aj EVA vyčíslená k 31.12.2018 vo výške 64 125 243 €.

Vzhľadom na tieto skutočnosti, má podnik značný potenciál pre ďalší rozvoj. Z toho dôvodu je možné uvažovať o vyššie spomenutých možnostiach prijatia cudzieho kapitálu, ktoré by mohli podnik postupne posunúť na úroveň jej najväčšieho konkurenta na tuzemskom trhu, ktorým je spoločnosť Kellys. Okrem toho je však dôležité, aby podnik stále sledoval trendy vo svojom obore a držal krok s dobou. Veľkou devízou v oblasti budúceho rozvoja a rastu by mohla byť už zabehnutá oblasť výroby elektro bicyklov. Aj v tejto oblasti je však podniku odporúčaný opatrný postup aby aj v budúcnosti mohol byť oceňovaný pomocou výnosových metód a nie prostredníctvom analýzy majetku pre zisťovanie likvidačnej hodnoty.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- Autoviny.sk © 2019. *Uber pripravuje veľké inovácie*. [online]. [cit. 2019-11-05]. Dostupné z: <https://www.autoviny.sk/novinky/119179/uber-pripravuje-velke-inovacie-namiesto-aut-budu-v-mestach-samojazdiace-bicykle>
- Barcz & Conrad Media, s.r.o © 2018. *Súčiastky z Číny nahradili vlastnou výrobou*. [online] [cit. 2019-03-17]. Dostupné z: <https://www.forbes.sk/suciastky-z-ciny-nahradili-vlastnou-vyrobou-ako-vyraba-bicykle-slovensky-kenzel/#>
- CFO s.r.o. © 2015. *Výpočet nákladov na WACC*. [online]. [cit. 2019-01-27]. Dostupné z: http://www.cfo.sk/articles/vypocet-nakladov-na-kapital-wacc#.W-1s__YiGHs
- ČESKO, 2012. *Zákon č. 89/2012, Občanský zákoník*. [online]. [cit. 2019-11-05]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2012-89>.
- DAMODARAN, Aswath, 2011. *The little book of valuation: how to value a company, price a stock, and profit*. Hoboken, N.J. ISBN 978-1-118-00477-7.
- Ec.europa.eu © 2019. *Vývoj HDP od roku 2013*. [online]. [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=National_accounts_and_GDP/sk#V.C3.BDvoj_HDP_v.C2.A0E.C3.9A:_rast_od_roku_2013
- Etrend.sk © 2019. *Favorit sa vracia*. [online]. [cit. 2019-03-22]. Dostupné z: <https://www.etrend.sk/ekonomika/legendarny-favorit-sa-vracia-slavnu-cesku-znacku-oprasil-slovak.html>
- Euractiv.sk © 2017 – 2019. *Európsky trh zaplavujú lacné čínske bicykle*. [online]. [cit. 2019-02-04]. Dostupné z: <https://euractiv.sk/section/digitalizacia/news/europsky-trh-zaplavuju-lacne-cinske-bicykle/>
- FESTINOVA, Elena, 2016. *Podnikové financie praktické aplikácie a zbierka príkladov*. Bratislava: Wolters Kluwer, 196 s. ISBN 978-80-8168-338-1.
- Finweb.hnoline.sk, © 2008 – 2019. *Fundamentalne informácie*. [online]. [cit. 2019-03-20]. Dostupné z: <https://finweb.hnoline.sk/285769-fundamentalne-informacie>
- Finance.gov.sk © 2000 – 2019. *Prognóza vývoja ekonomiky SR na roky 2019-2022*. [online] [cit. 2019-03-04]. Dostupné z: https://www.finance.gov.sk/files/archiv/94/Prezentacia_MV_jan2019.pdf

- Finstat © 2019. *Analýza finančných výsledkov firiem 2018*. [online] [cit. 2019-29-03]. Dostupné z: <https://www.finstat.sk/analyzy/analyza-financnych-vysledkov-firiem-2018>
- Finančné riaditeľstvo SR © 2013. *Daň z príjmov*. [online]. [cit. 2019-03-10]. Dostupné z: <https://www.financnasprava.sk/sk/obcania/dane/dan-z-prijmov/informovanie-dan-prijem>
- HITCHNER, James, 2011. *Financial Valuation Application and Models*. Third Edition. Hoboken : Wiley, 1286 p. ISBN 978-0-470-50687-5.
- IVS © 2013. *International Valuation Standards Council*. [online]. [cit. 2019-12-07]. Dostupné z: http://www.valuersinstitute.com.au/docs/professional_practice/International%20Valuation%20Standards%202013.pdf
- IVS © 2017. *International Valuation Standards Council*. [online]. [cit. 2019-01-10]. Dostupné z: <http://www.cas.org.cn/docs/2017-01/20170120142445588690.pdf>
- JAKUBEC, Miroslav a Peter KARDOŠ, 2016. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer, 281 s. ISBN 978-80-8168-460-9.
- KEŘKOVSKÝ, Miloslav, Oldřich VYKYPĚL, 2006. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. Praha: C.H. Beck, 206 s. ISBN 97-880-7179-453-0.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER, 2013. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.
- KOLLER, Tim, Marc H. GOEDHART a David WESSELS, 2015. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Sixth edition. Hoboken, New Jersey: Wiley. ISBN 978-11-8873-700.
- KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.
- KUBICA, Milan, 2016. *Znalectvo*. Praha: Wolters Kluwer, 332 s. ISBN 978-80-7552-499-7.
- Kurzy.cz © 2000 – 2019. *Vývoj Kurzov*. [online] [cit. 2019-03-21]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/grafy/CZK-EUR/>
- LONDON SCHOOL OF BUSINESS & FINANCE, 2017. *ACCA F9 Study manual 2017/18 Financial management*. Ninth Edition. InterActive World Wide Limited, ISBN 978-1-78480-358-2.

ManagementMania.com © 2011 – 2016. *Analýza 5F (Five Forces)*. [online] [cit. 2019-02-05]. Dostupné z: <https://managementmania.com/sk/analyza-5f-five-forces>

MAJDÚCHOVÁ, Helena, Bernadeta SIVÁKOVÁ, 2016. *Hodnotenie vzťahu systematického rizika a jeho determinantov vo vybranom súbore európskych a slovenských spoločností*. 1. vyd. Bratislava: Kartprint 193 s. ISBN 978-80-89553-41-9.

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

MAŘÍK, Miloš, 2018. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 4., upr. A rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

Národná banka Slovenska © 2019. *Mesačné, kumulatívne a ročné prehľady kurzov*. [online] [cit. 2019-03-15]. Dostupné z: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/mesacne-kumulativne-a-rocne-prehlady-kurzov>

Národná banka Slovenska © 2019. *Predikcia 2018*. [online] [cit. 25-01-2019]. Dostupné z: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2018/protected/P2Q-2018.pdf

NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 204 s. ISBN 978-80-247-3158-2.

Ocenovani-podniku. cz © 2018. *Metody oceňování* [online]. [cit. 2019-23-12]. Dostupné z: <https://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani%20>

openiazoch.zoznam.sk © 1997 – 2019 . *Meny*. [online] [cit. 2019-03-15]. Dostupné z: [/https://openiazoch.zoznam.sk/meny/profil/MEUSD/7](https://openiazoch.zoznam.sk/meny/profil/MEUSD/7)

PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy. Manažerské účetnictví v praxi*. 2., rozšířené a aktualizované vydání. Bratislava: Grada, 736 s. ISBN: 978-80-247-3024-0.

Puchovské Noviny © 2015 - 2019. *Ženy a muži v Trenčianskom kraji*. [online] [cit. 2019-02-15]. Dostupné z: <https://www.puchovskenoviny.sk/zeny-muzi-v-trencianskom-kraji/>

SAMONAS, Michael, 2015. *Financial forecasting, analysis, and modelling: a framework for long-term forecasting*. Chichester, West Sussex, United Kingdom: Wiley. ISBN 978-1118-92108-1

SEDLÁČKOVÁ, Helena a BUCHTA, Karel. *Strategická analýza*. 2 vyd. Praha : C. H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

SLOVENSKO, 1991. *Zákon č. 513/1991, Obchodný zákonník*. [online] [cit. 2019-11-05]. Dostupné z: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/1991-513>.

SLOVENSKO, 2017. *Vyhláška č. 492/2004 Z. z., Ministerstvo spravodlivosti*. [online] [cit. 2019-02-01]. Dostupné z: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-492>.

Slovenská obchodná inšpekcia © 2008-2019. [online] [cit. 2019-03-04]. Dostupné z: <https://www.soi.sk/sk/najcastejsie-otazky.soi>

Štatistický úrad Slovenskej republiky © 2019. *datacube.statistics.sk*. [online]. [cit. 2019-03-05]. Dostupné z: http://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/VBD_SK_WIN/nu1024rs/Obyvate%C4%BEstvo,%20zamestnanos%C5%A5%20-

VÁCHAL, Jan a Marek VOCHOZKA, et al. 2013. *Podnikové řízení*. 1. vyd. Praha: Grada, 685 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4642-5.

VOZÁR, Martin, Jozef KOMORNÍK, 2012. *Oceňovanie podnikov*. 1.vyd. Bratislava: Kartprint, 249 s. ISBN 978-80-89553-07-5.

Zelenybicykel.sk © 2019. *Zelene kolo o nás*. [online]. [cit. 2019-27-03]. Dostupné z: <https://www.zelenybicykel.sk/cz/>

ZIMA, Petr, 2016. *Oceňování podniku v právní praxi*. Praha: C. H. Beck, 272 s. ISBN 978-80-7400-623-4.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktíva
APV	Upravená súčasná hodnota
C	Kapitál
CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
CF	Cash flow
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČPP	Čisté pracovné prostriedky
CZ	Cudzí kapitál
CZK	Česká koruna
NBS	Národná banka Slovenska
NOZ	Nový občanský zákonník
ČR _A	Časové rozlíšenie aktív
ČR _P	Časové rozlíšenie pasív
DFM	Dlhodobý finančný majetok
DM	Dlhodobý majetok
EUR	Euro
FCF	Voľné peňažné toky
FCFE	Voľné peňažné toky pre vlastníkov
FCFF	Voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov
g	Tempo rastu
H _b	Hodnota brutto
H _n	Hodnota netto
HDP	Hrubý domáci produkt
KFM	Krátkodobý finančný majetok

KPVH	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
MVA	Tržná pridaná hodnota
NÚ	Nákladové úroky
N_{CK}	Náklady cudzieho kapitálu
N_{VK}	Náklady vlastného kapitálu
NOA	Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Zisk z hlavnej prevádzkovej činnosti podniku
OA	Obežné aktíva
PH	Pokračujúca hodnota
r_e	Náklady vlastného kapitálu
r_f	Bezriziková úroková miera
$r_{finstab}$	Prirážka za finančnú stabilitu
r_{finstr}	Prirážka za riziko dlhšej produkčnej sily
r_i	Rentabilita investícií
r_{LA}	Prirážka za veľkosť podniku
r_m	Priemerná výnosnosť kapitálového trhu
ROA	Rentabilita aktív
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROI	Rentabilita investícií
ROS	Rentabilita tržieb
SH	Súčasná hodnota
SK-NACE	Klasifikácia ekonomických činností
s. r. o.	Spoločnosť s ručením obmedzeným
SWOT	Analýza silných a slabých stránok, príležitostí a hrozieb
VK	Vlastný kapitál
WACC	Vážené priemerné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázok 1 Prehľad a interpretácia funkcií podľa Kolínskej školy	23
Obrázok 2 Základné tvary výnosových modelov	40
Obrázok 3 Faktory ovplyvňujúce hodnotu podniku pri metóde DCF	44
Obrázok 4 Modely DCF z pohľadu budúcich výnosov a vypovedajúca schopnosť výslednej hodnoty.....	46
Obrázok 5 Rozdelenie predmetu činnosti spoločnosti.....	59
Obrázok 6 Portfólio predaja v rokoch 2016 - 2018	59
Obrázok 7 Vývoj kurzu EUR/USD	67
Obrázok 8 Vývoj kurzu EUR/CZK	67
Obrázok 9 Podiel tržieb plynúcich z hlavného predmetu činnosti	72
Obrázok 10 Analýza atraktivity relevantného trhu.....	74
Obrázok 11 Podiel na trhu na základe výroby v roku 2017.....	83
Obrázok 12 Vertikálna a horizontálna analýza podniku 2015-2018	91
Obrázok 13 Vertikálna a horizontálna analýza pasív 2015-2018.....	94
Obrázok 14 Horizontálna a vertikálna analýza Výkazov ziskov a strát 2015-2018...	96
Obrázok 15 Spider analýza podniku.....	102

SEZNAM TABULEK

Tabuľka 1 Výpočet korigované prevádzkového výsledku hospodárenia	47
Tabuľka 2 Výpočet výslednej hodnoty VK podniku	52
Tabuľka 3 Výpočet FCFE	53
Tabuľka 4 Výpočet tržnej hodnoty VK	55
Tabuľka 5 Prehľad údajov o metóde EVA – entity	55
Tabuľka 6 Prehľad zákonoprávnej oblasti podnikania	64
Tabuľka 7 Vývoj základných makroekonomických indikátorov	65
Tabuľka 8 Vývoj počtu obyvateľov 2012 - 2017	68
Tabuľka 9 Vývoj tržieb spoločnosti	71
Tabuľka 10 Odhad slovenského relevantného trhu	73
Tabuľka 11 Rentabilita SKNACE 30	76
Tabuľka 12 Predikcia vývoja tržieb daného odvetvia	79
Tabuľka 13 Tržný podiel podniku	80
Tabuľka 14 Predikcia tržného podielu podniku 2018-2022	80
Tabuľka 15 Analýza konkurenčnej pozície spoločnosti	85
Tabuľka 16 Prognóza tržieb podniku	86
Tabuľka 17 SWOT analýza podniku	87
Tabuľka 18 Analýza zadlženosti 2015 - 2018	97
Tabuľka 19 Analýza likvidity 2015 - 2018.....	98
Tabuľka 20 Analýza rentability 2015 - 2018.....	99
Tabuľka 21 Analýza aktivity 2015 - 2018.....	100
Tabuľka 22 Čistý pracovný kapitál 2015 - 2018	100
Tabuľka 23 Altmanov model 2015 - 2018	101
Tabuľka 24 Index IN05 za obdobie 2015 - 2018.....	102
Tabuľka 25 Analýza peňažnej likvidity 2015 - 2018	107
Tabuľka 26 Celková výška prevádzkovo nepotrebného kapitálu.....	108
Tabuľka 27 Prevádzkovo nepotrebný investovaný kapitál.....	108
Tabuľka 28 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia	109
Tabuľka 29 Historický vývoj tržieb podniku.....	110
Tabuľka 30 Prognóza vývoja tržieb podniku.....	110
Tabuľka 31 Vývoj ziskovej marže 2016-2018	111
Tabuľka 32 Prognóza ziskovej marže „zhora“	111

Tabuľka 33 Vývoj a prognóza aktivácie a zmeny stavu zásob.....	112
Tabuľka 34 Vývoj a prognóza výkonovej spotreby.....	112
Tabuľka 35 Vývoj a prognóza osobných nákladov	113
Tabuľka 36 Prognóza podielov nákladových a výnosových položiek na tržbách....	113
Tabuľka 37 Prognóza ziskovej marže “zdola“	113
Tabuľka 38 Výpočet upraveného pracovného kapitálu	114
Tabuľka 39 Analýza vývoja a prognóza dôb obratu zásob.....	114
Tabuľka 40 Analýza vývoja a prognóza dôb obratu pohľadávok.....	115
Tabuľka 41 Analýza vývoja a prognóza dôb obratu záväzkov.....	115
Tabuľka 42 Prognóza upraveného pracovného kapitálu.....	116
Tabuľka 43 Odhad priemerných cien a výrobného množstva 2019 - 2021	118
Tabuľka 44 Náklady na cudzí kapitál vybraného podniku	122
Tabuľka 45 Výpočet koeficientu beta.....	124
Tabuľka 46 Výpočet nákladov na vlastný kapitál pomocou modelu CAPM.....	124
Tabuľka 47 Podklad pre výpočet prirážky za finančnú štruktúru.....	125
Tabuľka 48 Náklady na vlastný kapitál podľa stavebnicovej metódy pre podnik ...	125
Tabuľka 49 Priemerné náklady na vlastný kapitál	126
Tabuľka 50 Podklady pre výpočet priemerných nákladov na kapitál	127
Tabuľka 51 Stanovenie prevádzkovo potrebného kapitálu.....	128
Tabuľka 52 Výpočet voľného peňažného toku pre vlastníkov a veriteľov	128
Tabuľka 53 Stanovenie hodnoty prvej fáze	129
Tabuľka 54 Výsledná hodnota podniku podľa metódy DCF entity	130
Tabuľka 55 Kontrolný výpočet EVA	131
Tabuľka 56 Výpočet hodnoty vlastného kapitálu pomocou EVA.....	132

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Zoznam použitých vzorcov**
- P II Organizačná štruktúra podniku**
- P III Regresná a korelačná analýza vývoja trhu**
- P IV Regresná a korelačná analýza tržieb spoločnosti**
- P V Výkazy spoločnosti za obdobie 2015 - 2018**
- P VI Analýza a prognóza generátorov hodnoty**
- P VII Finančný plán výkazov ziskov a strát 2019 - 2021**
- P VIII Finančný plán aktív a pasív 2019 - 2021**
- P IX Finančný plán cash flow 2019 - 2021**

PŘÍLOHA P I: PREHLAD VZROCOV FINANČNEJ ANALÝZY

Základné ukazovatele rentability:

1) ROA (rentabilita aktív)

$$\frac{EBIT}{Aktíva}$$

2) ROE (rentabilita VK)

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

3) ROS (rentabilita tržieb)

$$\frac{EBIT}{Tržby}$$

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

$$\frac{EBIT}{\text{úroky}}$$

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. závazkov

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

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

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

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

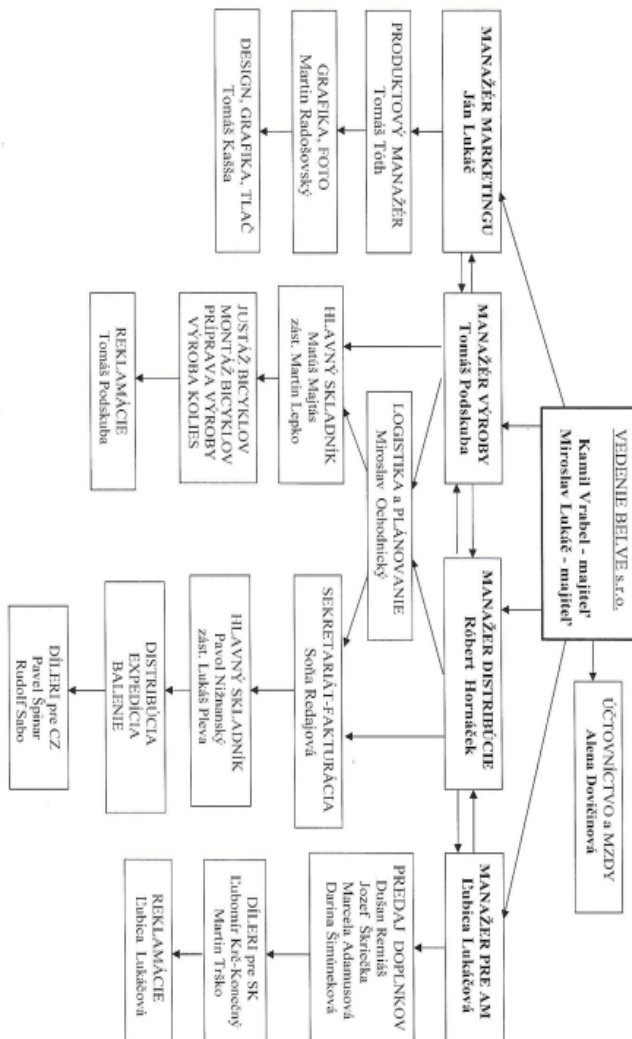
Z - skóre > 2,99 uspokojivá finančná situácia
 Z - skóre <1,81;2,99> nevyhradená finančná situácia
 Z - skóre < 1,81 veľmi silné finančné problémy

$$IN05 = 0,13 * \frac{\text{Aktíva}}{\text{Cudzie zdroje}} + 0,04 * \frac{EBIT}{\text{náklady}} + 3,97 * \frac{EBIT}{\text{Aktíva}} + 0,21 * \frac{\text{Výnosy}}{\text{Aktíva}} + 0,09 * \frac{\text{Obežné aktíva}}{(\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankové úvery})}$$

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

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

PŘÍLOHA P II: ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA PODNIKU



PŘÍLOHA P III: REGRESNÁ A KORELAČNÁ ANALÝZA VÝVOJA TRHU

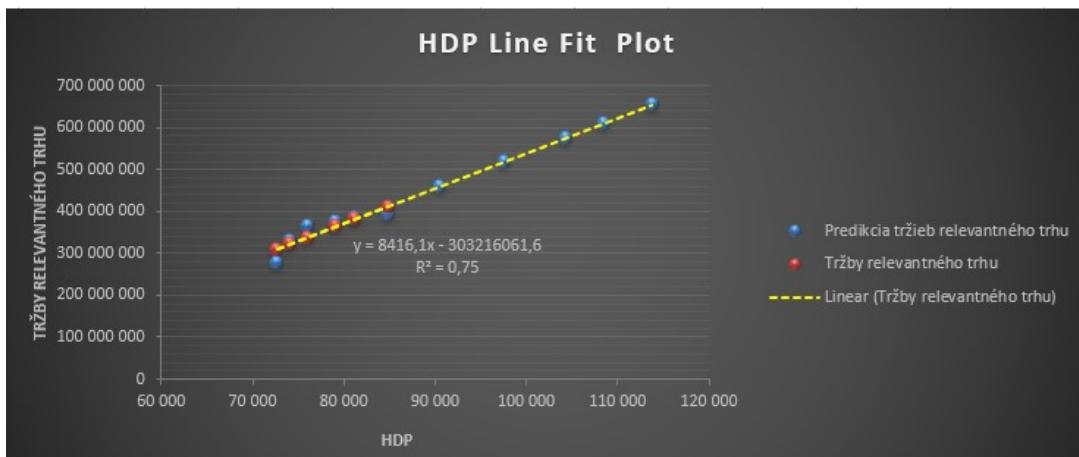
	Column 1	Column 2
Column 1		1
Korelačný koeficient	0,866687903	1

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,866687903
R Square	0,751147921
Adjusted R Square	0,688934901
Standard Error	24819470,02
Observations	6

ANOVA				
	df	SS	F	Significance F
Regression	1	7,43754E+15	12,07380584	0,025473554
Residual	4	2,46402E+15		
Total	5	9,90156E+15		

	Coefficients	Standard Error	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-303216061,6	189264368,7	0,184397493	-828698191,7	222266068,6	-828698191,7	222266068,6
HDP	8416,060799	2422,070446	0,025473554	1691,315164	15140,80643	1691,315164	15140,80643



PŘÍLOHA P IV: REGRESNÁ A KORELAČNÁ ANALÝZA TRŽIEB SPOLOČNOSTI

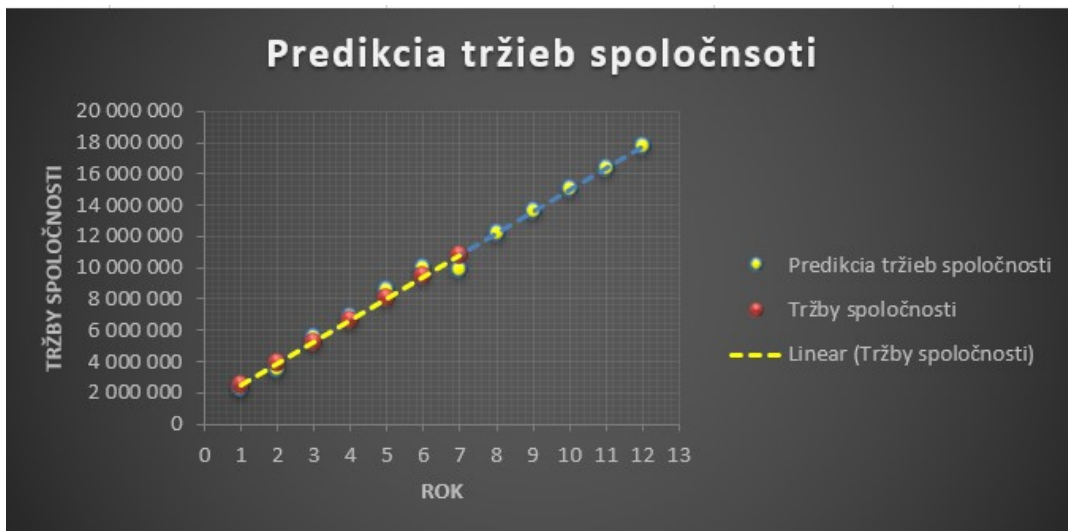
	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Korelačný koeficient	0,983718	1

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,983718
R Square	0,967701
Adjusted R Square	0,961241
Standard Error	601017,1
Observations	7

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	5,41118E+13	54111822303566,30	149,8023308	0,0000644075292399687
Residual	5	1,80611E+12	361221497904,29		
Total	6	5,59179E+13			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	1091359	507952,1194	2,148547558	0,084399882	-214373,2059	2397091,777	-214373,2059	2397091,777
Tržby spoločnosti	1390167	113581,5468	12,23937624	6,44075E-05	1098196,625	1682137,947	1098196,625	1682137,947



PŘÍLOHA P V: VÝKAZY SPOLOČNOSTI ZA OBDOBIE 2015-2018

Súvaha za kalendáre ne roky 2015 - 2018

Položky	Údaje z účtovných výkazov 2015-2018			
	2 015	2 016	2 017	2 018
Aktíva celkom	5 699 688	6 007 399	6 571 700	7 853 709
A. Dlhodobý majetok	1 519 360	1 575 175	1 528 318	1 357 854
A.I. DM Nemotný	41 080	49 514	34 994	20 474
A.I.2 Softvér	0	46 434	32 898	19 362
A.I.3 Oceniteľné práva	0	3 080	2 096	1 112
A.I.7 Poskytnuté preddavky na DNM	41 080	0	0	0
A.II. DM Hmotný	1 478 280	1 525 661	1 493 324	1 337 380
A.II.1 Pozemky	52 343	54 603	54 603	54 603
A.II.2 Stavby	1 041 765	1 309 887	1 239 038	1 144 502
A.II.3 Samostatné hnutelné veci	120 061	146 691	199 683	134 960
A.II.7 Obstarávaný DM	254 631	0	0	3 315
A.II.8 Poskytnuté preddavky na DHM	9 480	14 480	0	0
B. Obežné aktíva	4 173 350	4 424 360	5 038 198	6 468 097
B.I. Zásoby	3 841 767	3 712 649	4 711 771	5 575 103
B.I.1 Materiál	1 864 206	1 076 016	1 251 651	1 815 613
B.I.3 Výrobky	454 777	1 072 736	1 739 826	1 860 219
B.I.2 Nedokončená výroba	0	0	0	2 633
B.I.4 Tovar	541 288	699 089	883 420	944 899
B.I.6 Poskytnutá záloha na zásoby	981 496	864 808	836 874	951 740
B.II. Dlhodobé pohľadávky	1 705	0	0	0
Iné pohľadávky	1 705	0	0	0
B.III. Krátkodobé pohľadávky	277 922	444 152	308 341	526 880
B.III.1 Pohľadávky z obchodného styku	158 532	358 118	230 244	283 996
B.III.7 Daňové pohľadávky a dotácie	119 390	84 132	76 892	241 432
B.III.9 Iné pohľadávky	0	1 902	1 205	1 452
B.V. Finančné účty	51 956	267 559	18 086	366 114
B.V.1 Peniaze	43 261	53 056	4 874	18 301
B.V.2 Účty v bankách	8 695	214 503	13 212	347 813
C. Časové rozlíšenie	6 978	7 864	5 184	27 757
C.2. Náklady budúcich období	6 978	7 864	5 184	27 757

Položky	Údaje z účtovných výkazov 2015-2018			
	2 015	2 016	2 017	2 018
Pasíva celkom	5 699 688	6 007 399	6 571 700	7 853 709
A. Vlastný kapitál	1 988 988	2 335 519	2 525 025	2 750 172
A.I. Základný kapitál	7 968	7 968	7 968	7 968
A.IV. Zákonné rezervné fondy	1 696	1 696	1 696	1 696
A.VII. Výsledok hospodárenia minulých rokov	1 574 741	1 899 324	2 063 855	2 215 360
A.VIII. Výsledok hospodárenia bežného obdobia	404 583	426 531	451 506	525 147
B. Cudzíe zdroje	3 710 700	3 671 880	4 046 675	5 103 537
B.I. Dlhodobé záväzky	54 942	40 545	72 544	75 599
B.I.5. Ostatné dlhodobé záväzky	52 704	35 772	64 720	64 720
B.I.9. Záväzky zo sociálneho fondu	1 195	3 592	5 749	8 805
B.I.12. Odložený daňový záväzok	1 043	1 181	2 075	2 074
B.III. BÚ dlhodobé	310 820	217 700	98 660	98 660
B.IV. Krátkodobé záväzky	1 220 262	848 893	1 132 070	2 033 452
B.IV.1.c. Ostatné záväzky z obchodného styku	1 157 657	779 410	782 031	1 458 048
B.IV.5. Záväzky voči spoločníkom a združeniu	1 032	1 081	268 395	363 486
B.IV.6. Záväzky voči zamestnancom	11 653	26 601	17 640	27 861
B.IV.7. Záväzky zo sociálneho poistenia	6 640	13 292	10 236	16 486
B.IV.8. Daňové záväzky a dotácie	26 494	11 186	3 256	142 562
B.IV:10. Iné záväzky	16 786	17 323	50 512	25 009
B.V. Krátkodobé rezervy	11 523	14 768	19 349	33 050
B.V.1. Zákonné rezervy	9 323	12 568	17 149	30 850
B.V.2. Ostatné rezervy	2 200	2 200	2 200	2 200
B.VI. BÚ krátkodobé	2 111 453	2 540 274	2 696 506	2 835 230
B.VII. Krátkodobé výpomoci	1 700	9 700	27 546	27 546

Výkaz ziskov a strát za roky 2015 - 2018

	2 015	2 016	2 017	2 018
* Čistý obrat	8 592 280	9 993 871	9 890 024	10 799 747
** Výnosy z hospodárskej činnosti	8 844 068	10 650 403	10 868 660	12 024 312
I. Tržby z predaja tovaru	686 777	807 071	812 387	878 308
II. Tržby z predaja vlastných výrobkov	7 864 606	9 155 385	9 056 625	9 896 486
III. Tržby z predaja služieb	40 897	31 415	21 012	24 953
IV. Zmena stavu zásob	221 071	617 027	675 517	829 985
V. Aktivácia		34 124	297 334	390 156
VI. Tržby z predaja DM a materiálu	23 079	1 350	0	0
VII. Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	7 638	4 031	5 785	4 424
** Náklady na hospodársku činnosť	8 955 821	9 930 944	10 402 724	11 391 575
A. Náklady na obstaranie predaného tovaru	585 567	632 823	631 603	648 333
B. Spotreba materiálu energie	7 479 923	8 162 017	8 493 177	9 221 691
D. Sužby	283 756	363 794	431 761	452 439
E. Osobné náklady	457 996	594 190	624 513	835 220
<i>E.1. Mzdové náklady</i>	<i>342 849</i>	<i>441 451</i>	<i>447 033</i>	<i>600 958</i>
<i>E.3. Náklady na SP</i>	<i>100 416</i>	<i>134 058</i>	<i>157 469</i>	<i>207 865</i>
<i>E.4. Sociálne náklady</i>	<i>14 731</i>	<i>18 681</i>	<i>20 011</i>	<i>26 397</i>
F. Dane a poplatky	14 386	14 110	14 807	15 225
G. Odpisy a OP k DNM a DHM	109 725	131 405	165 061	173 778
G.1. Odpisy DNM a DHM	109 725	131 405	165 061	173 778
I. OP k pohľadávkam	760	5 512	3 096	0
J. Ostatné náklady na HČ	23 708	27 093	38 706	44 889
*** VH z hospodárskej činnosti	-111 753	719 459	465 936	632 737
* Pridaná hodnota	464 105	1 486 388	1 306 334	1 697 425
** Výnosy z finančnej činnosti	843 004	89 230	295 852	286 523
XI. Výnosové úroky	6	1	0	0
XII. Kurzové zisky	842 131	89 229	295 852	286 523
XIV. Ostatné výnosy z finančnej činnosti	867	0	0	0
** Náklady na finančnú činnosť	228 843	259 265	184 055	254 432
N. Nákladové úroky	63 042	76 111	81 649	73 880
<i>N.2. Ostatné nákladové úroky</i>	<i>63 042</i>	<i>76 111</i>	<i>81 649</i>	<i>73 880</i>
O. Kurzové straty	135 861	152 203	71 828	151 291
Q. Ostatné náklady na finančnú činnosť	29 940	30 951	30 578	29 261
*** VH z finančnej činnosti	614 161	-170 035	111 797	32 091
**** VH za účtovné obdobie pred zdanením	502 408	549 424	577 733	664 828
R. Daň z príjmov	97 825	122 893	126 227	139 614
R.1. Daň z príjmov splatná	114 685	122 755	125 334	29 319
R.2. Daň z príjmov odložená	-16 860	138	893	0
**** VH za účtovné obdobie po zdanení	404 583	426 531	451 506	525 214

PŘÍLOHA P VI: ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTOROV HODNOTY

Podklad pre výpočet investičnej náročnosti dlhodobého majetku

Investičná náročnosť tržieb = Súčet investícií brutto za roky 2016-2018/Celkové tržby

Súčet celkových tržieb za obdobie 2016-2018 = 30 683 642 €				
Nehmotný majetok	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ku koncu roka	0	59 654	59 654	59 654
Odpisy		4 856	14 520	14 520
Investície netto = zmena stavu majetku		59 654	0	0
Investície brutto = investície netto + odpisy		64 510	14 520	14 520
Investičná náročnosť tržieb 2016-2018	0,3%			
Stavby	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ku koncu roka	1 511 389	1 867 428	1 890 081	1 890 081
Odpisy		64 598	93 502	94 536
investície netto		356 039	22 653	0
investície brutto		420 637	116 155	94 536
Investičná náročnosť tržieb 2016-2018	2,1%			
Hmotné hnuiteľné veci	2015	2016	2017	2018
Stav majetku ku koncu roka	399 966	461 598	571 628	571 628
Odpisy		25 745	57 039	64 722
investície netto		61 632	110 030	0
investície brutto		87 377	167 069	64 722
Investičná náročnosť tržieb 2016-2018	1,0%			

Odhad budúcich investícií na základe tržieb

Celkový súčet tržieb od roku 2019-2022 = 62 752 463 €		
Majetok	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investícií brutto pre plán tržieb v rokoch 2019-2022
Nehmotný majetok	0,3%	188 257
Stavby	2,1%	1 317 802
Hmotné hnuiteľné veci	1,0%	627 525
Celkom	3,4%	2 133 584

Odhad budúcich investícií na základe podkladov z manažmentu.

Informácie od podnikového vedenia	
Majetok	Odhad investícií brutto pre plán tržieb v rokoch 2019-2022
Nehmotný majetok	100 000
Stavby	50 000
Hmotné hnuiteľné veci	120 000
Celkom	270 000

Po získaní informácií od vedenia podniku a ich porovnaní s vypočítanými vykonanými na základe tržieb bol stanovený taký odhad, aby nebol skreslený o potrebu sporiť podnikové financie a aby ocenenie nebolo zbytočne ovplyvnené smerom nahor.

Majetok	Odhad investícií brutto pre plán tržieb v rokoch 2019-2022
Nehmotný majetok	120 129
Stavby	251 000
Hmotné huteľné veci	173 762
Celkom	544 891

Nehmotný majetok		2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkom
Pôvodné	- odpisy	14 520	14 520	11 238				
	- zostatková hodnota	25 758	11 238	0	0	0	0	
Nový	- investície netto		0	75 000	25 000	10 065	10 064	120129
	- investície brutto		0	86 238	43 750	35 065	32 077	
	- obstarávacía hodnota k 31.12		0	75 000	100 000	110 065	120 129	
	- odpisy (1/4 z OC k 1.1.)		0	0	18 750	25 000	22 013	
Celkom	- odpisy	14 520	14 520	11 238	18 750	25 000	22 013	
	- zostatková hodnota	25 758	11 238	63 762	81 250	85 065	98 116	

Stavby		2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkom
Pôvodné	- odpisy	94 536	94 536	94 536	94 536	94 536	94 536	
	- zostatková hodnota	1 144 502	1 049 966	955 430	860 894	766 358	671 822	
Nový	- investície netto		0	62 750	62 750	62 750	62 750	251000
	- investície brutto		0	157 286	172 974	188 661	204 349	
	- obstarávacía hodnota k 31.12		0	62 750	125 500	188 250	251 000	
	- odpisy (1/4 z OC k 1.1.)		0	0	15 688	31 375	47 063	
Celkom	- odpisy	94 536	94 536	94 536	110 224	125 911	141 599	
	- zostatková hodnota	1 144 502	1 049 966	1 018 180	986 394	954 608	922 822	

Samostatne huteľné veci		2018	2019	2020	2021	2022	2023	Celkom
Pôvodné	- odpisy	64 722	64 722	64 722	64 722	64 722	64 722	
	- zostatková hodnota	571 628	506 906	442 184	377 462	312 740	248 018	
Nový	- investície netto		34 752	34 752	34 752	34 753	34 753	173762
	- investície brutto		99 474	108 162	116 850	125 539	134 228	
	- obstarávacía hodnota k 31.12		34 752	69 504	104 256	139 010	173 762	
	- odpisy (1/4 z OC k 1.1.)		0	8 688	17 376	26 064	34 753	
Celkom	- odpisy	64 722	64 722	73 410	82 098	90 786	99 475	
	- zostatková hodnota	571 628	541 658	511 688	481 718	451 750	421 780	

	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	173 778	179 184	211 072	241 697	263 086
Zostatková cena k 31.12	1 602 862	1 593 630	1 549 362	1 491 423	1 442 718
Celkové investície brutto do DM	99 474	351 686	333 574	349 265	370 653
Celkové investície netto do DM	34 752	172 502	122 502	107 568	107 567

**PŘÍLOHA P VII: FINANČNÝ PLÁN VÝKAZU ZISKOV A STRÁT
2019-2021**

	F2019	F2020	F2021
Čistý obrat	13 602 865	14 993 032	16 383 199
Výnosy z hospodárkej činnosti	15 047 511	16 585 367	18 124 469
Tržby z predaja tovaru	978 259	1 078 238	1 178 190
Tržby z predaja vlastných výrobkov	12 596 813	13 884 207	15 171 273
Tržby z predaja služieb	27 793	30 633	33 473
Zmena stavu zásob	972 095	1 071 443	1 170 765
Aktivácia	467 110	514 849	562 576
Tržby z predaja DM a materiálu	0	0	0
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	5 441	5 997	8 192
Náklady na hospodársku činnosť	13 651 539	15 034 301	16 444 834
Náklady na obstaranie predaného tovaru	722 113	795 913	869 694
Spotreba materiálu energie	11 109 653	12 245 059	13 380 176
Opravné položky k zásobám	0	0	0
Sužby	506 910	558 716	610 510
Osobné náklady	1 073 091	1 182 761	1 292 403
<i>Mzdové náklady</i>	<i>772 626</i>	<i>851 588</i>	<i>930 530</i>
<i>Náklady na SP</i>	<i>268 273</i>	<i>295 690</i>	<i>323 101</i>
<i>Sociálne náklady</i>	<i>32 193</i>	<i>35 483</i>	<i>38 772</i>
Dane a poplatky	19 044	20 990	24 575
Odpisy a OP k DNM a DHM	173 778	179 184	211 072
OP k pohľadávkam	700	700	700
Ostatné náklady na HČ	46 250	50 976	55 703
Prevádzkový VH	1 395 972	1 551 066	1 679 635
Pridaná hodnota	1 746 910	1 925 444	2 103 933
Kurzové zisky z prevádzkovej činnosti	296 542	326 848	357 154
Nákladové úroky	60 851	54 864	51 847
Kurzové straty z prevádzkovej činnosti	178 198	196 409	214 620
Ostatné náklady na finančnú činnosť	42 169	46 478	50 788
KPVH pred zdanením	1 411 297	1 580 163	1 719 534
KPVH pred zdanením a odpismi	1 585 075	1 759 347	1 930 606
Daň z príjmov	296 372	331 834	361 102
KPVH účtovné obdobie po zdanení	1 114 925	1 248 329	1 358 432

PŘÍLOHA P VIII: FINANČNÝ PLÁN AKTÍV A PASÍV 2019-2021

Položky	Prognóza vývoja 2019-2021		
	F2019	F2020	F2021
Aktiva celkom	9 130 527	10 347 110	10 839 229
A. Dlhodobý majetok	1 602 862	1 593 630	1 549 362
A.I. DM Nemotný	11 238	63 762	81 250
A.I.2 Softvér	11 238	63 762	81 250
A.II. DM Hmotný	1 591 624	1 529 868	1 468 112
A.II.1 Pozemky	54 603	54 603	54 603
A.II.2 Stavby	1 049 966	1 018 180	986 394
A.II.3 Samostatné hnutelné veci	541 658	511 688	481 718
B. Obežné aktiva	7 519 165	8 744 980	9 281 367
B.I. Zásoby	6 575 515	7 759 107	8 259 811
B.I.1 Materiál	2 253 043	2 503 309	2 705 358
B.I.3 Výrobky	2 141 971	2 690 370	2 896 376
B.I.4 Tovar	1 071 358	1 291 067	1 310 775
B.I.6 Poskytnutá záloha na zásoby	1 109 144	1 274 361	1 347 302
B.II. Dlhodobé pohľadávky	0	0	0
Iné pohľadávky	0	0	0
B.III. Krátkodobé pohľadávky	523 512	533 982	544 662
B.III.1 Pohľadávky z obchodného styku	377 857	416 473	409 580
<i>B.III.1c Ostatné pohľadávky z obchodného styku</i>	<i>377 857</i>	<i>416 473</i>	<i>409 580</i>
B.III.7 Daňové pohľadávky a dotácie	144 655	116 509	134 082
B.III.9 Iné pohľadávky	1 000	1 000	1 000
B.V. Finančné účty	420 138	451 891	476 894
B.V.1 Peniaze	23 581	25 741	38 741
B.V.2 Účty v bankách	396 557	426 150	438 153
C. Časové rozlíšenie	8 500	8 500	8 500
C.2. Náklady budúcich období	8 500	8 500	8 500

Položky	Prognóza vývoja 2019-2021		
	F2019	F2020	F2021
Pasiva celkom	9 130 527	10 347 110	10 839 229
A. Vlastný kapitál	3 429 143	3 912 213	4 049 484
A.I. Základný kapitál	7 968	7 968	7 968
A.IV. Zákonné rezervné fondy	1 696	1 696	1 696
A.VII. Výsledok hospodárenia minulých rokov	2 304 554	2 654 220	2 681 389
A.VIII. Výsledok hospodárenia bežného obdobia	1 114 925	1 248 329	1 358 432
B. Cudzie zdroje	5 701 384	6 434 897	6 789 744
B.I. Dlhodobé záväzky	77 621	80 111	77 202
B.I.5. Ostatné dlhodobé záväzky	64 720	64 720	66 752
B.I.9. Záväzky zo sociálneho fondu	10 830	13 321	15 053
B.I.12. Odložený daňový záväzok	2 071	2 070	2 070
B.III. BÚ dlhodobé	98 660	98 660	94 660
B.IV. Krátkodobé záväzky	2 569 430	2 873 664	3 140 113
B.IV.1.c. Ostatné záväzky z obchodného styku	2 002 644	2 290 602	2 548 498
B.IV.5. Záväzky voči spoločníkom a združeniu	415 643	460 203	455 089
B.IV.6. Záväzky voči zamestnancom	29 662	24 447	36 316
B.IV.7. Záväzky zo sociálneho poistenia	29 397	36 471	25 890
B.IV.8. Daňové záväzky a dotácie	24 901	28 687	30 691
B.IV.10. Iné záväzky	67 183	33 255	43 629
B.V. Krátkodobé rezervy	36 100	42 050	45 180
B.V.1. Zákonné rezervy	33 900	39 850	42 980
B.V.2. Ostatné rezervy	2 200	2 200	2 200
B.VI. BÚ krátkodobé	2 892 027	3 318 411	3 412 589
B.VII. Krátkodobé výpomoci	27 546	22 000	20 000

PŘÍLOHA P IX: FINANČNÝ PLÁN CASH FLOW 2019-2021

Výkaz cash flow za obdobie 2016-2018 podľa údajov vykazovaných spoločnosťou

		2018	2017	2016
	VH z bežnej činnosti pred zdanením daňou z príjmu	664 828	577 733	549 424
A.1.	Nepeňažné operácie ovplyvňujúce VH z bežnej činnosti pred zdanením	256 999	271 478	278 803
+/-	Odpisy DHM a DNM	173 778	165 061	131 405
+/-	Zmena stavu dlhodobých rezerv	13 701	4 581	3 245
-/+	Zmena stavu opravných položiek	0	3 096	3 991
-/+	Zmena stavu položiek časového rozlíšenia nákladov a výnosov	-22 573	2 680	-886
-/+	Úroky účtované do nákladov (+)	73 880	81 649	76 111
-/+	Úroky účtované do výnosov (-)	0	0	-1
-/+	Výsledok z predaja DM s výnimkou majetku, ktorý sa považuje za peňažný ekvivalent	0	0	-1 350
-/+	Ostatné položky nepeňazaného charakteru (+/-)	18 213	14 411	66 288
A.2.	Vplyv zmien stavu pracovného kapitálu (rozdiel medzi OA-KCZ) s výnimkou peňažných prostriedkov	-41 765	-496 194	-81 463
-/+	Zvýšenie / Zníženie pohľadávok z obchodného styku a ostatného majetku	-218 539	132 714	-168 516
+/-	Zvýšenie / zníženie záväzkov z obchodného styku a ostatných záväzkov	1 040 106	370 214	-42 065
	Zmena stavu zásob	-863 332	-999 122	129 118
A.3.	Prijaté úroky, s výnimkou tých, ktoré sa začleňujú do investičných činností (+)	0	0	1
A.4.	Zaplatené úroky, s výnimkou tých, ktoré sa začleňujú do finančných činností (-)	-73 880	-81 649	-76 111
=	Peňažné toky z prevádzkových činností	806 182	271 368	670 653
+/-	Výdavky na daň z príjmov ÚJ z výnimkou tých, ktoré sa týkajú investičných a finančných činností	-154 839	-131 158	-140 881
=	Čisté peňažné toky z prevádzkových činností	651 343	140 210	529 772
-	Výdavky na obstaranie DNM	0	0	-58 000
-	Výdavky na obstaranie DHM	-3 315	-127 683	-177 520
+	Výnosy z investícií do nehnuteľností, strojov a zariadení	0	0	1 350
=	Peňažné toky z investičných činností	-3 315	-127 683	-234 170
-	Výdavky na vyplatenie podielu na vlastnom imaní spoločníkmi	-300 001	-262 000	-80 000
=	Peňažné toky z finančnej činnosti	-300 001	-262 000	-80 000
	Čisté zvýšenie alebo zníženie peňažných prostriedkov	348 028	-249 473	215 602
	Stav peňažných prostriedkov a ekvivalentov na začiatku ÚO	18 086	267 559	51 956
	Stav peňažných prostriedkov a ekvivalentov na konci ÚO	366 114	18 086	267 559

Prognóza CF podľa upraveného KPVH

	F 2019	F 2020	F2021
Prevádzkový VH	1 395 972	1 551 066	1 679 635
+ Tržby z predaja DM a materiálu	0	0	0
- Nákladové úroky	60851	54864	51847
+ Kurzové zisky	296 542	326 848	357 154
- Kurzové straty	178 198	196 409	214 620
- Ostatné náklady na finančnú činnosť	42 169	46 478	50 788
KPVH pred zdanením	1 411 297	1 580 163	1 719 534
+ Odpisy	173 778	179 184	211 072
KPVH pred zdanením a odpismi	1 585 075	1 759 347	1 930 606

CF z prevádzkovej a investičnej činnosti	F2019	F2020	F2021
Peňažné prostriedky na začiatku obdobia	366 114	420 138	451 891
KPVH pred zdanením a odpismi	1 585 075	1 759 347	1 930 606
Daň z KPVH	332 866	369 463	405 427
KPVH po zdanení	1 252 209	1 389 884	1 525 178
Úpravy o nepeňažné operácie	196 783	185 134	214 202
Odpisy	173 776	179 184	211 072
Zmena stavu rezerv	3 050	5 950	3 130
Zmena stavu OP a časové rzlišenia	19 957	0	0
Úroky účtované do nákladov	60 851	54 864	51 847
Kurzové zisky	296 542	326 848	357 154
Kurzové straty	178 198	196 409	214 620
Zmena stavu pohľadávok	3 368	-10 470	-10 680
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	592 774	725 073	358 627
Zmena stavu zásob	1 000 412	1 183 592	500 704
Peňažn tok z prevádzkovej činnosti	987 228	1 030 454	1 495 937
Investície do DNM brutto	0	-86 238	-43 750
Investície do DHM brutto	-99 474	-265 448	-289 824
Peňažný tok z investičných činností	-99 474	-351 686	-333 574
Peňažný tok celkom	887 754	678 768	1 162 363
Peňažné prostriedky na začiatku účtovného obdobia	366 114	420 138	451 891
Peňažné prostriedky na konci účtovného obdobia	420 138	451 891	476 894

CF z finančnej činnosti	F2019	F2020	F2021
Výdavky na vyplatenie podielu na vlastnom imaní spoločníkm	-435 953	-765 259	-1 221 160
Ostatné položky nepeňažného charakteru	-399 800	115 754	86 710
Zmena dlhodobých bankových úverov	2 022	2 490	-2 909
Peňažný tok z finančnej činnosti	-833 731	-647 015	-1 137 360
Peňažný tok celkom	-833 731	-647 015	-1 137 360

Zvýšenie / Zníženie peňažných prostriedkov celkom	54 024	31 753	25 003
Peňažné prostriedky na začiatku účtovného obdobia	366114	420138	451891
Peňažné prostriedky na konci účtovného obdobia	420138	451891	476894