

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

Evidenčné číslo: 104002/I/2018/36069194043656708

**FINANČNO-EKONOMICKÁ ANALÝZA A FINANČNÉ
PLÁNOVANIE AKO SÚČASŤ STANOVENIA HODNOTY PODNIKU**

Diplomová práca

2018

Bc. Jakub Zvalo

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

**FINANČNO-EKONOMICKÁ ANALÝZA A FINANČNÉ
PLÁNOVANIE AKO SÚČASŤ STANOVENIA HODNOTY
PODNIKU**

Diplomová práca

Študijný program: Manažment a ekonomické zručnosti (Medziodborové štúdium)

Študijný odbor: Finančný manažment

Ekonomika a manažment podniku

Vedúci práce: Ing. Milan Kubica, PhD.

Školiace pracovisko: KPH FPM – Katedra podnikovohospodárska FPM

Bratislava 2018

Bc. Jakub Zvalo

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval(a) samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

(podpis študenta)

Pod'akovanie

Týmto by som sa chcel poďakovať vedúcemu diplomovej práce pánovi Ing. Milanovi Kubicovi, PhD., ktorý mi poskytol cenné rady a usmernenia pri vypracovávaní diplomovej práce.

Ďalej by som sa chcel poďakovať vedeniu spoločnosti Arden Equipment Slovakia za poskytnutie údajov a informácií, ktoré som využil pri vypracovaní diplomovej práce.

Dátum:

.....
(Podpis študenta)

ABSTRAKT

Zvalo, Jakub: Finančno-ekonomická analýza a finančné plánovanie ako súčasť stanovenia hodnoty podniku (diplomová práca). Ekonomická univerzita v Bratislave. Katedra podnikovohospodárska. Školiteľ: Ing. Milan Kubica, PhD. Bratislava: FPM EU, 2018, 102 s.

Cieľom diplomovej práce je analyzovať metódy stanovenia hodnoty podniku a zdefinovať možnosti využitia postupov a metód finančnej analýzy, finančného plánovania pri stanovení hodnoty podniku. Prácu sme rozdelili do piatich samostatných kapitol. V práci v rámci týchto jednotlivých kapitol postupne prechádzame od základných dôvodov a faktorov stanovenia hodnoty podniku až po jednotlivé metódy stanovenia hodnoty podniku. V rámci teoretickej časti vysvetľujeme a popisujeme metódy finančnej analýzy a úvod do finančného plánovania. Následne máme stanovené ciele a metodiku práce. V praktickej časti predstavujeme podnik, pri ktorom sme vykonali finančnú analýzu a na základe jej výsledkov a konzultácii s manažmentom podniku, s pomocou metód finančného plánovania sme zostavili finančný plán, ktorého výsledok sme aplikovali pri stanovení hodnoty podniku podnikateľskou, resp. výnosovou metódou, čo je výsledkom našej práce. Pre prehľadnejšiu prezentáciu výsledkov sme v práci použili 1 schému, 7 grafov a 47 tabuliek.

Kľúčové slová: cash flow, diskontovaný voľný peňažný tok, všeobecná hodnota podniku, finančná analýza, finančné plánovanie

ABSTRACT

Zvalo, Jakub: Financial and economic analysis and financial planning as part of determining the general business value. University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Management; Department of Business Economy – Ing. Milan Kubica, PhD. Bratislava: FPM EU, 2018, 102 p.

The aim of diploma thesis is to analyse the methods of business appraisal and to determine possibilities to use methods of financial analysis and financial planning in order of assessment of business value. We have divided work into five separate chapters. The work within individual chapters gradually goes from basic reasons and factors of determining the business value up to the methods of business value appraisal. In the theoretical part we explain and describe methods of financial analysis and present introduction to financial planning. Afterwards we have set goals and methodology of our work. In the practical part we are introducing company in which we carried out financial analysis using its results and consultations with to company management, together with methods of financial planning to prepare a financial plan, the result of which we used to determine value of the company using the yield method, what is the result of our work. For better presentation we used 1 scheme, 7 charts a 46 tables.

Key words: cash flow, discounted free cash flow, general business value, financial analysis, financial planning

O B S A H	str.
Zoznam tabuliek	11
Zoznam grafov	12
Zoznam skratiek	13
Úvod	12
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	14
1.1 Dôvody pre stanovenie hodnoty.....	14
1.2 Prístupy využívané pri stanovení hodnoty podniku	17
1.2.1 Prístup založený na trhovej hodnote	17
1.2.2 Objektívny prístup	18
1.2.3 Subjektívny prístup	19
1.2.4 Prístup kolínskej školy.....	19
1.2.5 Schmalenbachov prístup	20
1.3 Faktory vplývajúce na hodnotu podniku.....	21
1.4 Hlavné zdroje informácií pre stanovenie hodnoty podniku	21
1.4.1 Účtovná závierka ako hlavný zdroj informácií	22
1.4.2 Mimoúčtovné zdroje informácií pre finančnú analýzu.....	25
1.4.3 Finančná analýza ex post	25
1.4.4 Finančná analýza ex ante	31
1.5 Metódy stanovenia hodnoty podniku	33
1.5.1 Majetkové metódy	33
1.5.2 Výnosové metódy	36
1.5.3 Diskontný factor	38
1.5.4 Pokračujúca hodnota.....	43
1.6 Finančné plánovanie.....	46
2 Cieľ práce.....	49
3 Metódy a metodika práce	50
4 Výsledky práce	51
4.1 Finančná analýza podniku.....	51
4.1.1 Horizontálna analýza podniku	55
4.1.2 Finančná analýza.....	58
4.2 Zámery a ciele	65
4.2.1 Krátkodobé ciele do jedného roka	65
4.2.2 Dlhodobé ciele	66
4.3 Investičný projekt.....	67
4.3.1 Návrh a charakteristika investičného projektu	67

4.3.2	Financovanie projektov.....	68
4.3.3	Stanovenie cash flow z investície	69
4.3.4	Hodnotenie efektívnosti investičných projektov	70
4.3.5	Analýza citlivosti	72
4.4	Dlhodobý finančný plan.....	73
4.4.1	Stručný plan investícií	74
4.4.2	Plán zisku.....	76
4.4.3	Plán rozdelenia zisku	77
4.4.4	Plánovaná finančná bilancia	77
4.4.5	Plán peňažných tokov	78
4.4.6	Návrh optimalizácie kapitálovej štruktúry.....	79
4.5	Krátkodobý finančný plán.....	82
4.5.1	Výpočet položiek plán zisku.....	82
4.5.2	Plán zisku.....	84
4.5.3	Plánovaná finančná bilancia	85
4.5.4	Plán peňažných tokov	89
4.6	Celkové zhodnotenie úrovne a kvality finančného plánu	90
4.7	Stanovenie hodnoty podniku podnikateľskou metódou	93
	Záver	97
	Zoznam použitej literatúry	99
	Prílohy	102

Zoznam tabuliek

<i>Tabuľka č.1:</i>	<i>Stupnica hodnotenia Králičkov Quick test.....</i>	<i>32</i>
<i>Tabuľka č.2:</i>	<i>Aktívna strana súvahy za obdobie (v €) 2013 - OS 2017.....</i>	<i>52</i>
<i>Tabuľka č.3:</i>	<i>Pasívna strana súvahy (v €) za obdobie 2013 – OS 2017</i>	<i>53</i>
<i>Tabuľka č.4:</i>	<i>Výkaz ziskov a strát (v €) 2013 – OS 2017</i>	<i>54</i>
<i>Tabuľka č.5:</i>	<i>Vývoj likvidity 2013 – 2017 AE SK.....</i>	<i>58</i>
<i>Tabuľka č.6:</i>	<i>Ukazovatele zadlženosti 2013 – 2017 AE SK</i>	<i>59</i>
<i>Tabuľka č.7:</i>	<i>Rentabilita 2013 – 2017 AE SK</i>	<i>61</i>
<i>Tabuľka č.8:</i>	<i>Vývoj ukazovateľov aktivity 2013 - 2017 AE SK</i>	<i>62</i>
<i>Tabuľka č.9:</i>	<i>Quick Test 2013 - 2017 AE SK</i>	<i>63</i>
<i>Tabuľka č.10:</i>	<i>Bodové hodnotenie Quick Testu 2013 – 2017 AE SK.....</i>	<i>64</i>
<i>Tabuľka č.11:</i>	<i>Vývoj ukazovateľov Altman Z skóre 2013 – 2017 AE SK.....</i>	<i>64</i>
<i>Tabuľka č.12:</i>	<i>Varianty investičných projektov.....</i>	<i>67</i>
<i>Tabuľka č.13:</i>	<i>Kapitálové výdavky pre oba varianty</i>	<i>68</i>
<i>Tabuľka č.14:</i>	<i>Splátkový kalendár (v €) úveru pre oba varianty</i>	<i>69</i>
<i>Tabuľka č.15:</i>	<i>Cash flow (v €) pre variant A</i>	<i>69</i>
<i>Tabuľka č.16:</i>	<i>Cash flow (v €) pre variant B.....</i>	<i>70</i>
<i>Tabuľka č.17:</i>	<i>Vstupné údaje (v €) pri výpočte WACC oba varianty</i>	<i>70</i>
<i>Tabuľka č.18:</i>	<i>Diskontovanie peňažných tokov.....</i>	<i>71</i>
<i>Tabuľka č.19:</i>	<i>Analýza citlivosti optimistický variant</i>	<i>72</i>
<i>Tabuľka č.20:</i>	<i>Analýza citlivosti - pesimistický variant</i>	<i>72</i>
<i>Tabuľka č.21:</i>	<i>Plán kapitálových výdavkov na investície v (v tis. €)</i>	<i>74</i>
<i>Tabuľka č.22:</i>	<i>Odpisový plán (v tis. €) investícií.....</i>	<i>75</i>
<i>Tabuľka č.23:</i>	<i>Dlhodobý plán zisku (v €)</i>	<i>76</i>
<i>Tabuľka č.24:</i>	<i>Plán rozdelenia zisku (v €) 2017 - 2018</i>	<i>77</i>
<i>Tabuľka č.25:</i>	<i>Plánovaná finančná bilancia 2017 - 2022.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabuľka č.26:</i>	<i>Dlhodobý plán peňažných tokov</i>	<i>79</i>
<i>Tabuľka č.27:</i>	<i>Doterajší vývoj štruktúry kapitálu (v €) 2013 - 2017.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabuľka č.28:</i>	<i>Predpokladaný vývoj kapitálovej štruktúry (v €) 2018 - 2022.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabuľka č.29:</i>	<i>Analýza nákladov kapitálu v prípade úveru 1,1 mil. €</i>	<i>80</i>
<i>Tabuľka č.30:</i>	<i>Analýza nákladov kapitálu v prípade prijatia úveru 500 tis. €.....</i>	<i>80</i>
<i>Tabuľka č.31:</i>	<i>Vývoj Čistého pracovného kapitálu</i>	<i>81</i>

<i>Tabuľka č.32:</i>	<i>Rozpočet tržieb na rok 2018</i>	<i>82</i>
<i>Tabuľka č.33:</i>	<i>Rozpočet miezd na rok 2018</i>	<i>83</i>
<i>Tabuľka č.34:</i>	<i>Výkaz ziskov a strát (v €) OS 2017 a plán 2018</i>	<i>84</i>
<i>Tabuľka č.35:</i>	<i>Ročný plán zisku</i>	<i>85</i>
<i>Tabuľka č.36:</i>	<i>Plán rozdelenia zisku</i>	<i>85</i>
<i>Tabuľka č.37:</i>	<i>Aktívna strana súvahy (v €) OS 2017 a plán 2018</i>	<i>87</i>
<i>Tabuľka č.38:</i>	<i>Pasívna strana súvahy (v €) OS 2017 a plán 2018.....</i>	<i>88</i>
<i>Tabuľka č.39:</i>	<i>Plán cash flow (v €) krátkodobý 2017 - 2018.....</i>	<i>89</i>
<i>Tabuľka č.40:</i>	<i>Ukazovatele likvidity.....</i>	<i>90</i>
<i>Tabuľka č.41:</i>	<i>Ukazovatele rentability</i>	<i>91</i>
<i>Tabuľka č.42:</i>	<i>Ukazovatele aktivity</i>	<i>91</i>
<i>Tabuľka č.43:</i>	<i>HGN Model vývoj 2013 až 2016.....</i>	<i>92</i>
<i>Tabuľka č.44:</i>	<i>HGN Model pre plánované roky.....</i>	<i>93</i>
<i>Tabuľka č.45:</i>	<i>Cash Flow dlhodobý plán</i>	<i>95</i>
<i>Tabuľka č.46:</i>	<i>Stanovenie všeobecnej hodnoty podniku.....</i>	<i>95</i>

Zoznam grafov

<i>Graf č. 1:</i>	<i>Vývoj likvidity 2013 - 2017 AE SK.....</i>	<i>58</i>
<i>Graf č. 2:</i>	<i>Vývoj zadlženosti 2013 - 2017 AE SK.....</i>	<i>60</i>
<i>Graf č. 3:</i>	<i>Vývoj rentability 2013 - 2017 AE SK.....</i>	<i>61</i>
<i>Graf č. 4:</i>	<i>Vývoj ukazovateľov aktivity 2013 – 2017 AE SK.....</i>	<i>62</i>
<i>Graf č. 5:</i>	<i>Vývoj WACC pri rôznych úrovniach vlastného kapitálu 2018 - 2022.....</i>	<i>81</i>
<i>Graf č. 6:</i>	<i>Vývoj likvidity v plánovanom období 2018 – 2022.....</i>	<i>90</i>
<i>Graf č. 7:</i>	<i>Vývoj zadlženosti 2018 - 2022</i>	<i>92</i>

Zoznam skratiek

DOZ – doba obratu záväzkov

DOP – doba obratu pohľadávok

ČPK – čistý prevádzkový kapitál

L1 – Likvidita prvého stupňa

L2 – Likvidita druhého stupňa

L3 – Likvidita tretieho stupňa

AE SK – Arden Equipment Slovakia

ROE – Return on Equity – Rentabilita vlastného imania

ROA – Return on Assets – Rentabilita aktív

DCF - diskontovaný cash flow

APV (adjusted present value) – prispôsobená súčasná hodnota

CAPM (capital asset pricing model) – model oceňovania kapitálových aktív

M&A (mergers and acquisitions) – fúzie a akvizície

PP – peňažné prostriedky

Úvod

Fúzie a akvizície (ďalej len M&A) sú často skloňované slová v súčasnej dynamickej dobe. Rovnako aj konkurzy, reštrukturalizácie a predaj častí podnikov a podnikov ako celkov, s ktorými súvisí činnosť znalcov pri stanovení hodnoty podniku. Vyššie uvedené je jedným z najčastejších dôvodov pre stanovenie hodnoty podniku.

Napriek tomu, že podľa analýzy ERNST & YOUNG pokleslo množstvo transakcií v európskom regióne v prvom polroku roku 2017 o takmer 28 %, pričom na Slovensku sa uskutočnilo 15 transakcií, čím kopírovalo celkový vývoj regiónu zmenou o približne 35 %. Na druhej strane treba podotknúť, že hodnota celkového objemu uskutočnených transakcií sa zvýšila o vyše 42 %, čo posunulo priemernú hodnotu transakcie na úroveň 100 mil. USD. Zavše môžeme spomenúť najväčšiu transakciu regiónu, ktorou bol predaj v Turecku pôsobiacej divízie Petrol Ofisi, patriacej rakúskej energetickej skupine OMV, za 1,4 miliardy USD novému vlastníkovi, spoločnosti Vitol Investment.¹

Investičnej aktivite nahráva aj vývoj úrokových mier, ktoré sa pre spoločnosti pohybujú na úrovni 2,05 % a úrokové sadzby na vklady sa pohybujú na úrovni 0,01 %, ktoré bližšie popisujeme v Pasporte podniku Arden Equipment, ktorý prikladáme v prílohe D našej práce.

Dôvodom prečo sme si vybrali tému o stanovení hodnoty podniku je to, že ohodnocovanie podnikov je stále aktuálne aj v nadväznosti na vyššiu investičnú aktivitu.

V teoretickej časti práce si rozoberieme dôvody pre ohodnocovanie, metódy ohodnotenia podniku a následne sa v praktickej časti našej práce pokúsime zostaviť finančnú analýzu a finančný plán na základe dostupných údajov z účtovníctva a informácií od manažmentu spoločnosti, za účelom stanovenia hodnoty podniku.

Keďže podnik sám o sebe nemá žiadnu objektívnu, vecne zdôvodniteľnú, zdokumentovanú a na okolnostiach a podmienkach nezávislú úžitkovú hodnotu, z čoho nevyhnutne vyplýva, že neexistuje žiadne všeobecne platné a „správne“ univerzálne ocenenie, neexistuje ani správny model ocenenia podniku. Výsledok práce je teda závislý na viacerých faktoroch, predovšetkým na účele ocenenia, skúsenostiach odhadcu,

¹ Redakcia openiazoch.sk. Počet fúzií a akvizícií na Slovensku v prvom polroku klesol, pozrite si Top 10 najväčších transakcií v regióne. Dostupné na < <https://openiazoch.zoznam.sk/cl/180395/Pocet-fuzii-a-akvizicii-na-Slovensku-v-prvom-polroku-klesol-pozrite-si-Top-najvacsih-transakcii-v-regione> > Bratislava 3.10.2017 [Cit. dňa: 21.2.2018]

ako aj na množstve a kvalite dostupných informácií, na časovej dimenzii pre spracovanie a pod.²

Rovnako sa našu prácu pokúsime vypracovať tak, aby čo najviac vystihovala realitu s využitím poznatkov získaných pri práci na teoretickej časti inžinierskej diplomovej práce.

² KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha : C.H.Beck, 2001. s. 6 ISBN: 80-7179-529-1

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Podnik je právnická osoba, ktorá vykonáva činnosť podnikanie, ktorou sa podľa Obchodného zákonníka rozumie „sústavná činnosť vykonávaná samostatne podnikateľom vo vlastnom mene a na vlastnú zodpovednosť za účelom dosiahnutia zisku.“³ Okrem toho je pre vlastníkov ďalším dôležitým cieľom pri podnikaní aj **maximalizácia trhovej hodnoty**.⁴ Pre vlastníkov je dôležité poznať hodnotu svojho podniku ako takú. Vedieť kde sa podnik nachádza a kam smeruje, môže byť jeden z dôvodov stanovenia hodnoty podniku.

1.1 Dôvody pre stanovenie hodnoty

V praxi sa však s ohodnocovaním podnikov stretávame až pri praktickejších dôvodoch, ktoré uvádzame v tejto kapitole.

Viacero autorov odbornej literatúry sa vyjadruje k podstate a k dôvodom ohodnocovania podnikov. Autor Mařík člení tieto dôvody na tieto dve časti:⁵

a) „ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami, napr.:

- kúpa a predaj podniku na základe zmluvy o predaji podniku,
- nepenažný vklad do obchodnej spoločnosti,
- ocenenie v súvislosti s fúziou,
- ocenenie v súvislosti s rozdelením spoločnosti,
- ocenenie v súvislosti s ponukou na prevzatie.

b) Ocenenie v prípadoch, keď nedochádza k zmenám vlastníctva, napr.:

- zmena právnej formy spoločnosti,
- ocenenie v súvislosti s poskytovaním úveru,
- ocenenie v súvislosti so sanáciou podniku.

Zdroje, z ktorých vychádza český autor sú hlavne zákony, ktoré sú podobné v Slovenskej republike. Medzi zákony, ktoré by sme mohli využiť pri stanovení hodnoty podniku sú tieto zákony:

- Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník,
- Zákon č. 382/2004 Z. z. - Zákon o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch,

³ §2 odsek 1 zákona č. 513/1991 Zb. obchodný zákonník

⁴ MAJDÚCHOVÁ, Helena - NEMUMANNOVÁ, Anna. *Podnik a podnikanie*. Bratislava : Sprint 2, 2014. s. 54 ISBN: 978-80-89710-04-1

⁵ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 35-36 ISBN: 978-80-86929-67-5

- Vyhláška č. 665/2005 Z. z. - Vyhláška, ktorou sa vykonáva zákon o konkurze a reštrukturalizácii,
- Zákon č. 357/2015 Z. z. - Zákon o finančnej kontrole a audite,
- Zákon č. 423/2015 Z. z. - Zákon o štatutárnom audite,
- Zákon č. 566/2001 Z. z. - Zákon o cenných papieroch,
- Zákon č. 431/2002 Z. z. - Zákon o účtovníctve,
- Vyhláška č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

Uvedené zákony tvoria len vzorku z toho s čím sa znalci v praxi môžu stretnúť. Do znaleckého posudku môžu v závislosti od situácie vstupovať aj ďalšie legislatívne ustanovenia.

Autori Jakubec a Kardoš zhrnuli základné príčiny ohodnocovania podniku takto:⁶

- „kúpa a predaj podniku,
- splynutie a zlúčenie obchodnej spoločnosti,
- zvýšenie kapitálu a vydanie podielových listov,
- zmena právnej formy obchodnej spoločnosti,
- prijatie a vystúpenie spoločníkov,
- uvádzanie spoločnosti na burzu,
- fúzia, delenie podniku, dedičské konanie, dary,
- poskytovanie úveru,
- zaistenie hraníc nadmerného zadlženia,
- náhrada za vyvlastnenie,
- sanačné opatrenia, likvidácia, konkurz,
- platenie rôznych daní a pod.“

Zhoduje sa s nimi aj americký autor Trugman, ktorý rozoznáva tieto dôvody stanovenia hodnoty podniku, pričom pre každý z týchto dôvodov by sa mal podľa neho aplikovať iný štandard hodnoty:⁷

- „stanovenie hodnoty kvôli vyrubeniu daní z dedičstva, daní z prijatých darov – štandard spravodlivej - trhovej hodnoty,
- finančné akvizície - spravodlivá trhovú hodnota,

⁶ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s.13 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁷ TRUGMAN, Gary, R. *Understanding Business Valuation : A Practical Guide To Valuing Small To Medium Sized Businesses*. 5.vyd. New York: John Wiley & Sons, 2018. s. 112 – 113 ISBN: 978-1-94549-830-5

- spory akcionárov - reálna hodnota,
- strategické akvizície – investičná hodnota,
- kúpno-predajné zmluvy – hodnota na úrovni prieniku očakávaní jednotlivých strán,
- transformácia spoločnosti s verejne obchodovateľnými akciami na spoločnosť súkromnú – reálna hodnota,
- ukončenie činnosti podniku, alebo partnerstva spoločníkov, resp. akcionárov – reálna hodnota,
- finančný reporting – reálna hodnota,
- plány prednostného predaja akcií zamestnancom a iné – spravodlivá trhovú hodnota
- vyrovnania pri ukončení bezpodielového spoluvlastníctva – sa odkazujú na zákon.“

Treba poznamenať, že jednotlivé kategórie hodnoty sa prekrývajú a je ťažké presne určiť čo sa pod daným pojmom skrýva. Medzinárodný oceňovací štandard IVS 2 z roku 2007 rozlišuje 3 skupiny netrhových báz hodnoty:⁸

- a) **investičná hodnota**, čo je hodnota z pohľadu konkrétneho subjektu, kedy ide o hodnotu súvisiacu s držbou konkrétneho aktíva a nemusí byť spojená s jeho predajom.
- b) **cena rozumne dohodnutá**, pod čím rozumieme cenu dohodnutú medzi dvoma nezávislými stranami, a ktorá má tri kategórie:
 - i) **reálna hodnota** (fair value), stanovená medzi dvoma nezávislými stranami, po zohľadnení výhod a nevýhod z potenciálnej transakcie,
 - ii) **špeciálna hodnota** je vhodná tam, kde má majetok vlastnosti (fyzické, geografické, ekonomické alebo právne, ktoré ho robia atraktívnejším pre konkrétneho kupujúceho, čiže čiastka nad trhovú hodnotu odzrkadľuje konkrétne vlastnosti aktíva pre špeciálneho kupujúceho,
 - iii) **synergická hodnota** - definujeme ako dodatočný prvok hodnoty vytvorený kombináciou dvoch a viacerých majetkových podielov.
- c) **hodnoty stanovené zákonom, inými reguláciami, alebo zmluvou** – väčšinou kvôli daňovým účelom.

⁸ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 32 - 33 ISBN: 978-80-86929-67-5

Rozoznávame ešte pojmy, ktoré nie sú ďalšími kategóriami, ale sú predpokladmi, s ktorými sa rôzne kategórie spájajú. Hodnota podniku pokračujúceho v činnosti (going concern value) teda podnik ako celok, likvidačná hodnota – teda podnik ako po častiach, zostatková hodnota majetku - podnik, ktorý je na konci svojej životnosti.

Pri definovaní hodnoty musíme upozorniť na rozdiel medzi pojmi cena a hodnota, pretože zatiaľ čo hodnota je odhadom ceny, ktorá by mala byť zaplatená za určitý druh majetku resp. služby a cena je konkrétna suma, ktorá je platená po dohode medzi zmluvnými stranami.⁹

Napriek tomu, že ohodnocovanie sa môže vykonávať aj interne, pokiaľ to postačuje potrebám podniku, je v určitých prípadoch však nevyhnutné, aby hodnotu podniku, alebo jeho časti stanovil certifikovaný znalec, ako fyzická osoba, prípadne ako organizácia.

1.2 Prístupy využívané pri stanovení hodnoty podniku

Pri tom, ako znalec alebo znalecká organizácia pracuje na stanovení hodnoty podniku, môže využívať resp. pristupovať k danej problematike niekoľkými základnými prístupmi, uvádzanými v teórii, v závislosti od ktorých sa odvodzuje štandard použitej hodnoty.

1.2.1 Prístup založený na trhovej hodnote

Prístup založený na trhovej hodnote vychádza z predpokladu existencie trhu s podnikmi, respektíve s podielmi na vlastnom kapitále podnikov. Rovnako musí byť na trhu viac kupujúcich, alebo predávajúcich, aby boli vhodné podmienky na stanovenie trhovej ceny.¹⁰ Podnik môže byť uvádzaný na burzu, alebo sa jedná o prípad, kedy kupujúci ešte nie sú známi a predávajúci zisťuje za koľko by bolo možné podnik predať.

Predmetom odhadu je potenciálna trhovacia cena, ktorá vychádza z trhovej hodnoty definovanej ako „odhadnutá suma, za ktorú by mal byť majetok prevedený k dátumu ohodnotenia medzi kúpochtivým kupujúcim a predajachtivým predávajúcim pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, pri ktorej obidve strany rokovali informovane, rozumne a bez nátlaku.“¹¹

⁹ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 21 ISBN: 978-80-86929-67-5

¹⁰ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 30 ISBN: 978-80-8168-460-9

¹¹ MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku*. Praha : Linde, 1998. s. 28 ISBN: 80-7201-145-6

1.2.2 Objektívny prístup

Pre účely poskytovania úveru sa používa metóda, ktorá by mala v čo najväčšej možnej miere zachovať objektivitu stanovenej hodnoty. Pričom objektívny prístup je možné dosiahnuť pri akceptovaní viacerých podmienok:¹²

- **Substantnosť** – udržanie tejto zásady, vychádza z predpokladu objektívneho ohodnotenia podniku, pri ktorom je nemenný charakter a určenie pôvodného účelu majetku. Dôvodom je to, že zachovaná podstata podniku zachováva predpoklad o budúcich výnosoch podniku.
- **Vol'ný zisk** – ohodnotenie podľa tzv. **vol'ného zisku**, teda časti efektu podnikovej aktivity, ktorú možno odčerpať resp. odčleniť bez ohrozenia substancie spoločnosti.
- **Nepotrebný majetok** – táto podmienka hovorí o tom, aby bolo pri stanovovaní ocenenia abstrahované od statkov nepotrebných ku kontinuálnemu zabezpečeniu prevádzky. Autori Riadenia hodnoty podniku ju považujú za jednu z podstatných zásad pri ohodnocovaní podniku. Dôležité je identifikovať majetok nepotrebný a majetok nadmerne opotrebovaný, resp. je nepoužiteľný a abstrahovať v súvahe od tohto majetku.
- **Možnosti formovania podniku** – je zásada, ktorou sa sleduje objektivizácia hodnoty vzhľadom na majetok a očakávané budúce výnosy, ktorá je vždy stanovená k určitému dátumu. Zmeny sú brané do úvahy len v rozsahu, ktorý je obsiahnutý v súčasnej situácii, napr. vplyv stupňa dokončenia investícií.
- **Vol'ba metódy** – by mala byť presne definovaná, aby nedošlo k príležitostiam pre hociktorú stranu spochybňovať závery ohodnocovania.

Uviedli sme viaceré podmienky, ktoré musia byť splnené, aby sa naplnila podstata **objektivizovaného prístupu**, nakoľko pojem **objektívna hodnota** v podstate neexistuje. Tento prístup berie v prvej fáze relevantné skutočnosti k dátumu ohodnotenia. V druhej fáze sa pokúša identifikovať faktory, ktoré majú vplyv na ohodnotenie, pričom aj keď sú známe tak z dôvodu, že sa týkajú budúcnosti, nemusí byť ich dopad jednoznačný.¹³

V tretej fáze je podľa autorov Jakubca a Kardoša prípustné do ohodnotenia zahrnúť čisto subjektívne hľadisko, ktorým sa definujú hraničné hodnoty.

¹² Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 29 ISBN: 978-80-8168-460-9

¹³ Mařík, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 27 ISBN: 978-80-86929-67-5

Taktiež pri voľbe metódy sa častejšie dáva prednosť kombinácii metód založených na majetkovej analýze a na analýze výnosov očakávaných v budúcnosti.

1.2.3 Subjektívny prístup

Tento prístup pracuje s pojmom investičná hodnota a teda akú hodnotu má podnik z hľadiska konkrétného kupujúceho, pričom základnou charakteristikou investičnej hodnoty sú budúce peňažné toky odhadované výhradne na základe predstáv manažérov a diskontná miera je stanovovaná na základe alternatívnych možností investovať z hľadiska subjektu, pre ktorý je toto ocenenie uskutočňované. Typickým znakom tohto prístupu je odvodzovanie budúcich peňažných tokov v rozhodujúcej miere z podkladov **finančného plánu**, ktorý poskytuje samotný podnik. Investičná hodnota je teda v rozhodujúcej miere daná subjektívnymi názormi a predstavami vychádzajúcimi z podmienok konkrétného podniku.¹⁴

1.2.4 Prístup kolínskej školy

Prístup kolínskej školy je postavený na presvedčení, že východiskom je subjektívna hodnota kupujúcej strany spolu so subjektívnou hodnotou predávajúcej strany. Jedná sa o **subjektívny prístup**, ktorý ďalej rozoznáva niekoľko funkcií ohodnocovania podnikov, v závislosti od ktorých sa ohodnocovanie modifikuje:¹⁵

- a) **Poradenská funkcia**, má za úlohu *poradiť* a poskytnúť relevantnú informáciu o cenách, ktoré sú považované za hraničné, vymedzujúce priestor pre vlastné cenové jednanie.
- b) **Rozhodovacia funkcia** popisuje uskutočnenie ocenenia nezávislým znalcom tak, aby odhadol hraničné ceny pre rokujúce strany a našiel cenu, ktorú bude možné považovať za spravodlivú. Táto cena sa pohybuje v odhadnutom rozpätí hraničných cien.
- c) **Argumentačná funkcia** – získanie kvalifikovaného podkladu, ktorým sa zlepší pozícia danej strany a rokovania budú smerované k férovej cene.
- d) **Komunikačná funkcia** – znamená komunikovať podklady pre ohodnotenie s verejnosťou, ale najmä s potenciálnymi investormi a bankami.

¹⁴ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 26-27 ISBN: 978-80-86929-67-5

¹⁵ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 30-31 ISBN: 978-80-86929-67-5

- e) ***Daňová funkcia*** – získanie podkladov slúžiacich na účely platenia dane (ako príklad sa uvádzajú nepeňažné vklady)

Z vyššie uvedeného vyplýva, že tento prístup sa používa najmä pri stanovení hodnoty podniku pri plánovanom prevode medzi dvoma stranami. Prístup kolínskej školy sa snaží syntetizovať jednotlivé prístupy do jedného.

1.2.5 *Schmalenbachov prístup*

Schmalenbachov prístup nám hovorí o tom, že podnik sa dá analyzovať dvoma rôznymi spôsobmi a to ako permanentný kolobeh, ale aj ako všeobecný kolobeh hodnôt určujúcich postavenie podniku vo všeobecných hospodárskych súvislostiach, tým že analyzujeme odkiaľ a kam tieto toky plynú.¹⁶

Ak použijeme Schmalebachov prístup pri ohodnocovaní spoločnosti, skúmame účtovné uzávierkové výkazy z pohľadu dynamickosti procesov – čo je vlastne vnútropodnikový kolobeh hodnôt.¹⁷

- a) Na strane pasív v súvahe sa nám premietajú finančné zdroje, čo môžeme považovať za príjmy meniace sa na výdavky
- b) Na strane aktív v súvahe vidíme ako sa používajú akumulované finančné prostriedky a ako sa z výdavkov stávajú príjmy.
- c) Náklady vo výkaze ziskov a strát popisujú alikvotné vynakladanie majetku evidovaného v súvahe a hodnoty použité na dosiahnutie výnosov zachytené, buď priamo ako náklad použitý v minulosti, alebo ako záväzok, ktorý sa bude realizovať v budúcnosti, pričom z tohto kolobehu sa zas následne generujú príjmy
- d) Výnosy sú v pozícii odmeny trhu za vynaloženie hodnôt, ktoré sú evidované buď vo forme príjmov, alebo pohľadávok, z ktorých bude peňažný tok plynúť až v budúcnosti, čím dôjde k refinancovaniu a zlikvidneniu prostriedkov.

Celý tento proces v našej domácej literatúre rozlišujeme ako transformačný proces, ktorý je zachytený v súvahe, čo nám vlastne objasňuje jej význam pri ohodnocovaní podniku. Pretože podľa nášho názoru má ohodnocovanie podniku pri predaji zmysel len vtedy, ak cez transformačný proces vytvára hodnotu nielen vlastníkom, ale aj ďalším účastníkom, pričom tento transformačný proces závisí od štruktúry a kvality aktív v podniku.

¹⁶ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 31 ISBN: 978-80-8168-460-9

¹⁷ Tichý, Geiserich, E. *Oceňování podniku*. Praha: Linde, 1991. s. 33-37

1.3 Faktory vplývajúce na hodnotu podniku

Podnik je zložitý systém statkov, procesov a tiež hodnôt, ktoré vytvára. Na jeho vlastnú hodnotu vplýva mnoho faktorov a súvislostí, ktoré potrebujeme pri stanovení jeho hodnoty pochopiť a brať do úvahy.

Pri súčasnom dynamicky sa meniacom prostredí, musíme sústrediť pozornosť na tieto faktory:¹⁸

- Veľkosť spoločnosti
- Nestabilita prostredia
- Miznúca výhoda integrovaných podnikov

Výhody plynúce z veľkosti spoločnosti sa postupne rozplývajú, respektíve sa zmenšujú. Je to aj z toho dôvodu, že je ľahší prístup ku kapitálu aj pre menšie podniky, čo je spôsobené súčasnou malou výškou úrokových mier. Taktiež sa zvyšuje mobilita a aj fluktuácia pracovnej sily kvôli dostatku pracovných príležitostí, čo spôsobuje 9 % úroveň nezamestnanosti na Slovensku (viď. Pasport podniku AE SK). Taktiež je zrejmé, že za znižujúcimi sa výhodami veľkých podnikov sú aj ľahko dostupné informácie na internete, kde sa už dnes uskutočňujú rôzne webináre, školenia a prieskumy. Rozhodujúcim faktorom je schopnosť vybrať si a zužitkovať relevantné informácie. V neposlednom rade sú dôležité aj podporné služby, ktoré poskytujú konzultačné spoločnosti, prípadne spoločnosti zabezpečujúce outsourcing ľudských, informačných, materiálnych zdrojov. Tu sa dostávame k miznúcim výhodám integrovaných podnikov. Externí dodávatelia služieb sú efektívnejší a pružnejší, pretože ich sústredenie sa na konkrétnu činnosť im prináša bezkonkurenčné výhody oproti integrovaným podnikom, ktoré využívajú interných dodávateľov. „Vlastníctvo a kontrola už nemusia byť to isté“¹⁹ čo spôsobilo, že horizontálna integrácia upadá.

1.4 Hlavné zdroje informácií pre stanovenie hodnoty podniku

Pri stanovovaní hodnoty podniku musí znalec, manažér alebo finančný analytik analyzovať viacero faktorov vplývajúcich na hodnotu podniku a vychádzať z dostupných informácií.

Cennými informáciami pri stanovení hodnoty podniku sú napr. informácie z búr, informácie zo štatistík a z nich vyplývajúcich makroekonomických analýz.

¹⁸KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 13 ISBN: 978-80-8168-460-9

¹⁹ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 15 ISBN: 978-80-8168-460-9

K najpodstatnejším informáciám relevantným pri ohodnocovaní podniku patria údaje získané z účtovníctva konkrétneho podniku. Preto sa mu v nasledujúcej kapitole budeme venovať podrobnejšie.

1.4.1 Účtovná závierka ako hlavný zdroj informácií

Účtovná závierka je podľa zákona o účtovníctve „štruktúrovaná prezentácia skutočností, ktoré sú predmetom účtovníctva, poskytovaná osobám, ktoré tieto informácie využívajú (ďalej len „používatelia“).“²⁰ Medzi používateľov účtovnej závierky radíme teda najmä banky, ktoré analyzujú podnik za účelom poskytovania investičných úverov a kontokorentných úverov, potenciálnych investorov, znalcov, majiteľov analyzujúcich celkový vývoj, zamestnancov a verejnosť.

„Účtovná jednotka zostavuje účtovnú závierku v prípadoch ustanovených týmto zákonom v štruktúre, ktorá nadväzuje na sústavu účtovníctva používanú v účtovnej jednotke.“²¹ Táto štruktúra je platná pre všetky účtovné jednotky účtujúce v sústave zachovávajúcej podvojnú účtovníctva, ktorými sú obchodné spoločnosti čiže spoločnosti s ručením obmedzeným, spoločnosti akciové, verejné obchodné spoločnosti a komanditné spoločnosti. Tým, že existuje zákonom ustanovená a záväzná štruktúra pre vedenie účtovníctva a zostavovanie účtovnej závierky, sú tieto údaje podstatným zdrojom informácií pre prácu znalcov pri porovnávaní finančných ukazovateľov jednotlivých podnikov v odvetví za účelom stanovenia hodnoty vybraného podniku.

V teórii sa uvádza viacero dôvodov prečo je účtovná závierka významným zdrojom informácií hlavne pre fundovaného používateľa. Jedným z nich je, že „v účtovnej závierke sa značne komprimovanou cestou odráža kompletný transformačný proces podniku, čo nám prináša obraz o tom, za akých podmienok sa proces realizoval, aký bol jeho priebeh a výsledky. Na relatívne malom priestore sa sústreďuje množstvo podstatných informácií, ktoré umožňujú zhodnotiť výkonnosť podniku, jeho stabilitu a rast, čo sú podstatné východiská pre stanovenie hodnoty podniku.“²²

Údaje v účtovnej závierke vypovedajú o činnosti podniku vecne, časovo a formálne správne. To vyžaduje aj zákon o účtovníctve s tým, že účtovná závierka musí poskytovať verné a pravdivé zobrazenie skutočností. Možné je však aj účelové upravovanie údajov, preto sa znalec môže spoliehať na účtovnú závierku ako takú, len pokiaľ je verifikovaná

²⁰ §17 ods. 1 zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve

²¹ §17 ods. 1 zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve

²² ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 64 ISBN: 978-80-89393-80-5

nezávislým audítorom. V opačnom prípade by si podľa nášho názoru mal sám overiť údaje, ktoré sú výstupom z účtovníctva. Jedným z významných dokumentov pre stanovenie hodnoty podniku je teda aj správa audítora, ktorá verifikuje súlad účtovnej závierky s prezentovanými skutočnosťami a preto je dôležitým podkladom pri oceňovaní podniku.²³

V podnikateľskom prostredí Slovenskej republiky rozlišujeme dva typy účtovníctva.²⁴

- a) Jednoduché účtovníctvo
- b) Podvojný účtovníctvo

V jednoduchom účtovníctve sa zaznamenávajú príjmy a výdavky, ktorých výstupom je základ dane. Pre tento druh účtovníctva sa rozlišujú dva typy výkazov a to **Výkaz majetku a záväzkov**, pomocou ktorého analyzujeme štruktúru majetku a od toho odvodenú schopnosť vyrovnať sa so záväzkami.

Výkaz o príjmoch a výdavkoch prináša prehľad o priebehu a výsledkoch transformačného procesu na základe čoho sa odvodzuje daňový základ. Pri tomto účtovníctve nedochádza k časovému rozlišovaniu.

V **podvojnóm účtovníctve** tvoria účtovnú závierku tri zložky:

- Súvaha
- Výkaz ziskov a strát
- Poznámky

Tieto výkazy tvoria spolu trojbilančný systém, pričom sú na seba navzájom naviazané. Súvaha popisuje podmienky transformačného procesu. Tieto podmienky sú definované zložkami majetku na strane aktív súvahy a zdrojmi financovania na strane pasív.

Výkaz ziskov a strát, podobne ako výkaz o príjmoch a výdavkoch v jednoduchom účtovníctve, informuje o priebehu a výsledkoch transformačného procesu. Rozdiel medzi podvojným a jednoduchým účtovníctvom je v rozlišovaní výnosov, ktoré nie sú totožné s príjmami a výdavkami, ktoré nie sú totožné s nákladmi. Výsledok hospodárenia nie je totožný so zmenou stavu finančných prostriedkov v jednoduchom účtovníctve a preto je súčasťou účtovnej závierky aj prehľad peňažných tokov, ktorý je súčasťou poznámok.

²³ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha : C.H.Beck, 2001. s. 43-45. ISBN: 80-7179-529-1

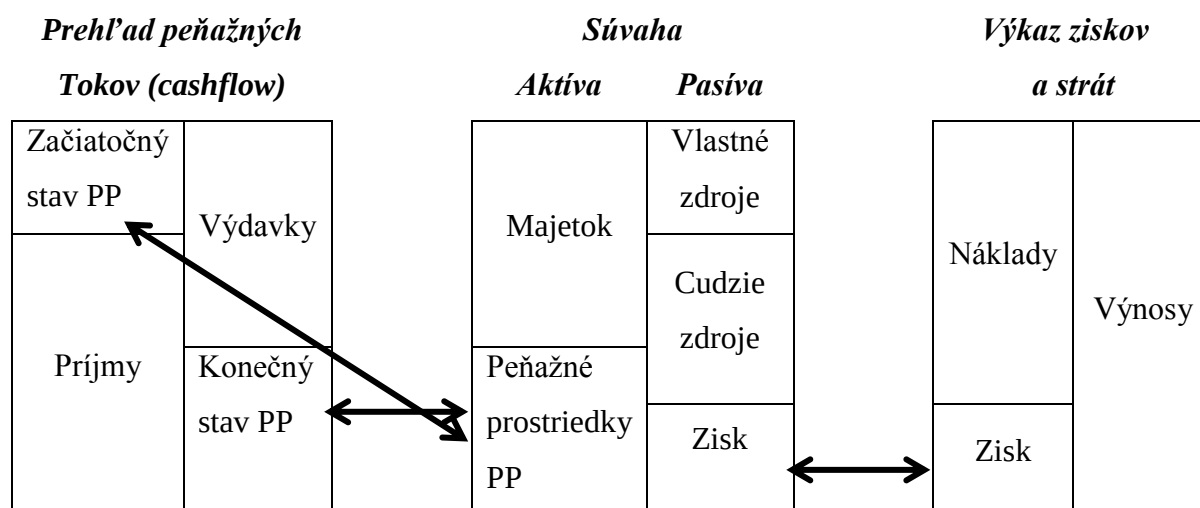
²⁴ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 65-67 ISBN: 978-80-89393-80-5

Podľa zákona o účtovníctve má prehľad peňažných tokov povinnosť zostavovať len veľká účtovná jednotka.

V poznámkach účtovnej závierky sú uvedené bližšie a doplňujúce informácie k jednotlivým položkám súvahy a k výkazu ziskov a strát a taktiež k položkám na podsúvahovej evidencii²⁵, čo nám môže napomôcť k pochopeniu trojbilančného systému.

V nasledujúcej schéme je zobrazené, ako funguje trojbilančný systém:

Schéma č. 1 Trojbilančný systém



Zdroj: Vlastné spracovanie²⁶

Podnik používa vstupy z majetku (krátkodobé alebo obežné aktíva tvorené zásobami a pohľadávkami, a dlhodobé aktíva – stroje, budovy atď.) a ich vynaloženie vstupuje do nákladov vo Výkaze ziskov a strát. Náklady môžu ale nemusia spôsobiť odliv peňažných prostriedkov, ktorý je však zachytený v Prehľade peňažných tokov. Náklady sú vynaložené na generovanie výnosov, pričom však oboje nespôsobujú sami o sebe peňažné toky. Náklady sú v súvahe väčšinou viazané s rastom záväzkov (cudzie zdroje), alebo ako pokles majetku, odliv peňažných prostriedkov a oprávky majetku. Výnosy spôsobujú rast majetku, alebo úbytok cudzích zdrojov.

Pre kohokoľvek kto ohodnocuje podnik je dôležité pochopiť tento systém a jeho fungovanie v ohodnocovanom podniku. Je potrebné identifikovať čo v podniku je priamo spojené s účelom dosiahnutia zisku a maximalizácie trhovej hodnoty a čo je naopak nepotrebné a teda musí byť z ocenenia podniku vylúčené.

²⁵ §9 Opatrenie MF Slovenskej Republiky z 2.decembra č. MF19926/2015-74

²⁶ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 67 ISBN: 978-80-89393-80-5

1.4.2 *Mimouúčtovné zdroje informácii pre finančnú analýzu*

Základom informácii pre finančnú analýzu sú dáta získané z účtovníctva. Dôležité je však analyzovať aj ostatné informácie, ktoré prichádzajú z makroekonomického a mikroekonomického okolia. Takýmito informáciami sú informácie z komoditných trhov a trhov cenných papierov. V slovenských podmienkach je možné získať údaje z účtovných závierok ostatných podnikov, ktoré sú zverejnené v Registri účtovných závierok. Taktiež sú vydávané rôzne štúdie a štatistické údaje. Významným zdrojom informácii, kvôli ktorým treba „ísť do terénu“, sú v neposlednom rade informácie z interného prostredia podniku.²⁷

Pre bližšie pochopenie okolia podniku je možné vykonať tzv. diagnostiku podniku a jeho okolia, kvôli ktorej sme vypracovali Pasport okolia podniku v prílohe D.

1.4.3 *Finančná analýza ex post*

Pri finančnej analýze ex post sa hodnotí doterajší vývoj podniku z historického hľadiska. Na základe doterajšieho vývoja sa následne odvodzuje ďalšie smerovanie podniku. Pri finančnej analýze ex post sa hodnotí podnik z viacerých kľúčových stránok:²⁸

- a) Prvou je schopnosť dostať svojim záväzkom, kedy pomocou ukazovateľov likvidity vyhodnocujeme či má podniku tendenciu dostať sa do platobnej neschopnosti v krátkodobom horizonte. Rozoznávame tieto druhy ukazovateľov likvidity:

- **Rozdielové ukazovatele likvidity**, z ktorých najvýznamnejším ukazovateľom je ČPK, čiže **čistý pracovný kapitál**, ktorým si analogicky overíme aj dodržiavanie **zlatého bilančného pravidla**. To nám hovorí o potrebe krytia dlhodobých aktív dlhodobými zdrojmi v nadväznosti na čo si vieme odvodiť vzorec:²⁹

$$NWC \text{ (net working capital)} = (VK + DZ) - SA$$

Legenda:

VK – vlastný kapitál

DZ – dlhodobé záväzky

SA – stály kapitál

²⁷KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. s. 44 ISBN: 978-80-8168-460-9

²⁸ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 84 ISBN: 978-80-89393-80-5

²⁹ Režňáková, M. a kol. *Řízení platební schopnosti podniku*. Praha : Grada Publishing, 2010. s. 35. ISBN: 978-80-247-3441-5

Ak po výpočte ČPK uvedeným vzorcom platí pomer $SA < VK + DZ$, ide o žiaduci stav a podnik je **prekapitalizovaný**, čo je žiaducim stavom. V opačnom prípade vzniká **nekrytý dlh**. Stratégiu riadenia ČPK však treba nastaviť tak, aby dlhodobými zdrojmi bola krytá len dlhodobá potreba zásob a preto vykonávame test primeranosti ČPK. Ak platí $ČPK / Zásoby < 1$ hovoríme o primeranej výške ČPK. Optimálne je však v podniku presne zadefinovať trvalú potrebu zásob a aplikovať výsledky testu primeranosti na stanovenú úroveň.³⁰

- **Pomerové ukazovatele likvidity** porovnávajú jednotlivé zložky obežného majetku s krátkodobými záväzkami na rôznych úrovniach:

. O vzťahu medzi najlikvidnejšou zložkou majetku, ktorou je krátkodobý finančný majetok (finančné účty a krátkodobé cenné papiere) a celkovými krátkodobými záväzkami. Odporúčanou úrovňou je podľa Zalaia pomer 1:5 čo znamená, že na 1 € pripadá aspoň 20 centov hotovostných prostriedkov.

$$\text{Pohotovú likviditu (1. stupňa)} = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok}}{\text{celkové krátkodobé záväzky}}$$

Hornou odporúčanou hranicou je podľa odbornej literatúry 60 centov hotovostných prostriedkov na 1 € záväzkov.³¹

Druhou úrovňou je bežná likvidita 2. stupňa, tzv. „quick ratio“ čo je vlastne prvý ukazovateľ rozšírený o krátkodobé pohľadávky:

$$\text{Bežná likvidita (2. stupňa)}^{32} = \frac{\text{Obežné aktíva} - \text{zásoby}}{\text{celkové krátkodobé záväzky}}$$

Odporúčanou úrovňou je interval 1 – 1,5. Do tohto ukazovateľa by sa mali zahŕňať len vymožitelné pohľadávky, ktoré sa budú inkasovať. Preto by mal znalec vychádzať nielen z účtovnej závierky, ale aj z detailnej účtovnej evidencie, aby mohol zhodnotiť vymožitelnosť pohľadávok. Rovnako by mal tento názor platiť aj pre tretí stupeň likvidity, ktorou je celková likvidita.

Celková likvidita - likvidita 3. stupňa je poslednou úrovňou, na ktorej testujeme celkový obežný majetok, čo znamená, že do výpočtu zahráme zásoby a aj časové rozlíšenie aktív. Pre krátkodobých veriteľov je tento ukazovateľ cenným signálom toho ako sú ich krátkodobé investície (obchodné úverovanie klientov) chránené hodnotou

³⁰ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 70-71 ISBN: 978-80-89393-80-5

³¹ KISLINGEROVÁ, Eva. a kol. *Manažerské finance*. 3.vyd. Praha : C.H.Beck, 2010. s. 104. ISBN: 978-80-7400-194-9

³² SYNEK, Miloslav a kol. *Manažerská ekonomika*. 4.vyd. Praha : Grada Publishing, 2007. s. 343 ISBN: 978-80-247-1992-4

majetku, pretože veritelia podstupujú riziko nesplatenia svojich pohľadávok. Odporúčanou úrovňou je podľa Valacha rozpätia 1,5 až 2,5.³³

$$\text{Celková likvidita (3. stupňa)} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{celkové krátkodobé záväzky}}$$

Podľa nášho názoru sem patria všetky krátkodobé položky súvahy, čiže výpočet čitateľa by bol takýto:

$$KFM + \text{Finačné účty} + KPohl' + Zásoby + \text{Časové rozlíšenie}$$

- b) **Úroveň využitia majetku** predpokladá, že v podniku, v ktorom je lepšie využívaný majetok je aj finančná situácia stabilnejšia a výhodnejšia ako v podniku, ktorý nevyužíva svoj majetok v plnom potenciáli.

Pre úroveň využitia majetku používame ukazovatele aktivity, ktoré umožňujú „vyjadriť, kvantifikovať, a teda i analyzovať, ako účinne podnik využíva svoj majetok.“³⁴ Prvým ukazovateľom, ktorý použijeme, je ukazovateľ doby obratu zásob:

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{priemerný stav zásob} * 360}{\text{tržby}}$$

Doba obratu zásob nám ukazuje počet dní, počas ktorých sú zásoby priemerne držané na sklade. V zásobách sú viazané finančné prostriedky a teda čím kratšia doba obratu, tým je viazanie týchto prostriedkov efektívnejšie.

Ukazovateľ doby obratu resp. inkasa pohľadávok je analogickým ukazovateľom k dobe obratu zásob. Tiež nám hovorí o dobe, počas ktorej viažeme zdroje v krátkodobých pohľadávkach. Tento ukazovateľ vlastne vypovedá o priemernej dobe inkasa, čím vieme zhodnotiť platobnú disciplínu odberateľov a schopnosť manažmentu riadiť pohľadávky efektívne.³⁵

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = \frac{\text{priemerný stav pohľadávok} * 360}{\text{tržby}}$$

Vyššie uvedený ukazovateľ je potrebné konfrontovať s vlastnou platobnou disciplínou, ktorú nám popisuje doba obratu (úhrady) záväzkov, ktorá by však v konečnom dôsledku mala byť v porovnaní s dobou obratu pohľadávok dlhšia.³⁶

³³ VALACH, Josef a kol. *Finanční řízení podniku*. 2.vyd. Praha : Ekopress, 1999. s. 109 ISBN: 80-86119-21-1

³⁴ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 89 ISBN: 978-80-89393-80-5

³⁵ SYNEK, Miloslav a kol. *Manažérska ekonomika*. 4.vyd. Praha : Grada Publishing 2007. s. 34 ISBN: 978-80-247-1992-4

³⁶ KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza*. 2.vyd. Praha : Grada Publishing, 2013. s. 105 ISBN: 978-0-247-4456-8

$$Doba obratu záväzkov = \frac{\text{priemerný stav záväzkov} * 360}{\text{tržby}}$$

„Doba obratu majetku vyjadruje koľko krát sa aktíva (neobežné) obrátia za rok, prípadne iné definované obdobie.“³⁷

$$Doba obratu aktív = \frac{\text{tržby}}{\text{priemerný stav aktív}}$$

Čím väčšia obrátka, tým efektívnejšie hodnotíme nakladanie s neobežným majetkom. Veľké výrobné spoločnosti majú spravidla pomalšiu obrátku, zatiaľ čo napríklad softvérové a obchodné spoločnosti majú vyššiu obrátkovosť, preto treba podobne ako pri všetkých pomeroých ukazovateľoch porovnávať s podnikmi v odvetví.

O *finančnej stabilite resp. nestabilite* podniku vypovedá štruktúra finančných zdrojov. Túto stránku hodnotíme cez ukazovatele zadlženosti. „Ukazovatele zadlženosti slúžia na monitorovanie zdrojov podniku. Podiel vlastných a cudzích zdrojov ovplyvňuje finančnú stabilitu podniku. Rozoznávame niekoľko vzorcov, z ktorých prvé dva sú analogicky podobné a teda vypovedajú o tom istom:

$$\text{Stupeň samofinancovania} = \frac{\text{vlastný kapitál (vlastné imanie)}}{\text{celkový kapitál}}$$

$$\text{Ukazovateľ veriteľského rizika} = \frac{\text{cudzí kapitál (záväzky)}}{\text{celkový kapitál}}$$

Stupeň samofinancovania popisuje úroveň vlastného kapitálu k celkovým zdrojom podniku, zatiaľ čo stupeň zadlženosti porovnáva s celkovými zdrojmi cudzí kapitál.“³⁸ Výsledky týchto ukazovateľov môžeme interpretovať v percentách a spolu dávajú 100 %.

Ukazovateľ veriteľského rizika, resp. stupeň zadlženosti môžeme variovať tým, že do čitateľa budeme dosádzať napríklad úvery, čím dostaneme úverovú zadlženosť, krátkodobú, alebo dlhodobú záväzky, čím rozlíšime dlhodobú, alebo krátkodobú zadlženosť. V trhovu rozvinutých krajinách je akceptovateľná hladina zadlženosti na úrovni 70 %.³⁹

Pri cudzích zdrojoch, hlavne dlhodobých, treba vždy počítať s cenou cudzieho kapitálu. Ukazovateľ krytia úrokov používame preto, aby sme identifikovali schopnosť hradiť cenu, ktorú podnik platí za cudzí kapitál:

³⁷ SYNEK, Miloslav a kol. *Manažérska ekonomika*. 4.vyd. Praha : Grada Publishing, 2007. s. 344 ISBN: 978-80-247-1992-4

³⁸ KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2.vyd. Praha : C. H. Beck, 2007. s. 100 ISBN 978-80-7179-903-0

³⁹ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 91 ISBN: 978-80-89393-80-5

$$Krytie úrokov^{40} = \frac{EBIT}{úroky}$$

Doterajšie ukazovatele vyjadrujú prevažne stav k určitému dátumu, zatiaľ čo ukazovateľ tokového zadĺženia pracuje s cash flow:

$$Tokové zadĺženie^{41} = \frac{\text{záväzky} - \text{likvidné prostriedy}}{\text{cash flow}}$$

Do menovateľa môžeme dosadzovať rôznu úroveň CF – prevádzkový CF, CF z investičných činností, alebo CF z finančných aktivít. Pre zjednodušenie je však vhodné dosadiť bilančný CF, čo znamená, že sčítame čistý zisk s odpismi, ktoré sú základnými vlastnými zdrojmi financovania.

Ukazovatele rentability syntetizujú predchádzajúce tri stránky do jednej a charakterizujú celkovú výkonnosť podniku vyplývajúcu z toho ako podnik riadi aktíva, financovanie firmy a likviditu. Najčastejšie používanými ukazovateľmi sú ROS, ROE a ROA.⁴²

ROS (return on sales) je rentabilita, resp. zhodnotenie tržieb, pričom za tržby považujeme výnosy z predaja služieb, výrobkov a tovarov, čiže vlastne čistý obrat.

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}$$

ROA (return on assets) je ukazovateľ rentability celkových aktív a vyjadruje ich celkové zhodnotenie.

$$ROA = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{aktíva}}$$

ROE (return on equity) vypovedá o zhodnotení vlastného imania.

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastné imanie}}$$

Trhová hodnota spoločnosti, o ktorú sa zaujímajú investori sa však nedá zistiť z údajov z účtovníctva. Hľadanie trhovej hodnoty je zároveň dôvodom činnosti znalcov a stanovovania samotnej hodnoty podniku. Existujú však aj ukazovatele, ktoré vieme použiť v tomto prípade. V odbornej literatúre sa uvádza viacero metód, pričom prvou je využitie ukazovateľa P/E koeficient (Price/Earning Ratio), vyjadrujúceho očakávanie investorov o tempe rastu, miery zisku a podielu dividend na zisku, čo vlastne vplýva na

⁴⁰ Vlachynský, K. Kráľovič, J. *Finančný manažment*. 3.vyd. Bratislava : IURA Edition, 2011. s. 65 ISBN: 978-80-8078-356-3

⁴¹ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 92 ISBN: 978-80-89393-80-5

⁴² KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 2.vyd. Praha : C. H. Beck, 2007. s. 100 ISBN 978-80-7179-903-0

ochotu investujúceho subjektu zaplatiť za jednotku menového vykázaného zisku. P/E koeficient je podľa nášho názoru využívaný prevažne v krajinách s rozvinutými kapitálovými trhmi.⁴³

Vzorec na výpočet P/E koeficientu nájdeme aj v zahraničnej literatúre.⁴⁴

$$Vzťahu kurzu a zisku = \frac{\text{trhová cena akcie}}{\text{zisk na jednu akciu}}$$

Zaujímavým ukazovateľom je ukazovateľ P/CF, ktorý vypovedá o pomere trhovej ceny akcie, k zisku na jednu akciu. V literatúre sa ako optimálny orientačný výsledok uvádza hodnota 5.⁴⁵

$$\frac{P}{CF} = \frac{\text{trhová cena akcie}}{CF \text{ na akciu}}$$

Dôležitým ukazovateľom pre investorov je ukazovateľ dividendového výnosu. Porovnáva dividendu k trhovej cene akcie, čiže je to vlastne výnosnosť akcie pre investora.

$$\text{Dividendový výnos}^{46} = \frac{\text{dividenda na akciu}}{\text{trhová cena akcie}}$$

Všetky uvedené ukazovatele sú sami o sebe bez vyššej vypovedacej hodnoty, preto je potrebné objektivizovať ich. Prvou dimenziou objektivizácie je zaradenie podniku v rámci ekonomického priestoru do konkrétnej oblasti, do ktorej patrí. Postupom analytika je teda porovnať výsledky analýzy podniku s výsledkami ostatných podnikov tak aby mohol zhodnotiť, či je jeho výkonnosť porovnateľná s ostatnými podnikmi v odvetví. Správne je namiesto prímerov voliť stredné hodnoty, pretože tie nie sú na rozdiel od priemerných ovplyvnené extrémnymi hodnotami.

Druhou dimenziou hodnotenia ukazovateľov podniku je ich časové ponímanie. Analýzou vývoja v čase – analýzou trendov vieme odhadnúť tendencie smerovania podniku, čo je pri stanovaní hodnoty nevyhnutnou súčasťou práce znalca.

Musíme upozorniť na problematické okruhy tradičnej finančnej analýzy ako sú vypovedacia schopnosť výkazov účtovníctva a rozdielnosť účtovných praktík podnikov, čo sťažuje vzájomné medzipodnikové porovnávanie, vplyv výnimočných udalostí a výkyvov v rámci sezóny, závislosť od údajov z účtovníctva, ktoré samo o sebe nemusí

⁴³ KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza*. 2.vyd. Praha : Grada Publishing, 2013. s. 109 ISBN: 978-0-247-4456-8 236

⁴⁴ Brigham, E.F. - Gapenski, L.C. *Intermediate financial management*. 3.vyd. Orlando : Rinehrat and Winston, Inc., 1990. s. 770 ISBN: 0-03-030552-7

⁴⁵ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 97 ISBN: 978-80-89393-80-5

⁴⁶ KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza*. 2.vyd. Praha : Grada Publishing, 2013. s.110 ISBN: 978-0-247-4456-8

byť presné, zanedbávanie rizika, nákladov obetovanej príležitosti a budúcich prínosov podnikateľských aktivít.⁴⁷

Znalec pri ohodnocovaní podniku výnosovou metódou, ktorá využíva práve finančnú analýzu, by preto mal brať do úvahy tieto nedostatky finančnej analýzy, ktorá je východiskom finančného plánovania a stanovovania cieľov a ako sa hovorí „čítať medzi riadkami“.

1.4.4 Finančná analýza ex ante

„Možnosť prognózovať vývoj finančnej situácie podniku, jeho budúcu prosperitu (solventnosť) či neprosperitu (insolventnosť), je založená na hodnotení a interpretácii výsledkov dosiahnutých v súčasnosti, v ktorých sú obsiahnuté syndrómy ďalšieho vývoja.“⁴⁸

Metódy prognózovania finančnej situácie podniku

Účelom týchto metód je snaha o zaradenie jednotlivých podnikov do dvoch kategórií a to prosperujúcich a neprosperujúcich. Podľa spôsobu a počtu diskriminantov poznáme tieto druhy metód:⁴⁹

- a) Metódy bodového hodnotenia
- b) Matematicko-štatistické metódy
 - i. Jednorozmerná diskriminačná analýza
 - ii. Dvojrozmerná diskriminačná analýza
 - iii. Viacrozmerná diskriminačná analýza
- b) Neurónové siete

V tejto kapitole, z dôvodu rozsiahlosti práce, sa budeme bližšie zaoberať len vybranými metódami, ktoré následne využijeme v praktickej časti práce.

Rýchly test

Globálne rozšírená, rýchla a jednoduchá metóda, ktorá sa inak nazýva aj **Králičkov Quick test**, pracuje so štyrmi ukazovateľmi a jednoduchou bodovou stupnicou. Charakter finančnej stability firmy nám zobrazujú tieto dva ukazovatele:⁵⁰

⁴⁷ KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. *Finanční analýza*. 2.vyd. Praha : Grada Publishing, 2013. s.139 ISBN: 978-0-247-4456-8

⁴⁸ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 124 ISBN: 978-80-89393-80-5

⁴⁹ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 128 ISBN: 978-80-89393-80-5

⁵⁰ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 130 ISBN: 978-80-89393-80-5

$$\frac{\frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Celkový kapitál}}}{\frac{\text{Cudzí kapitál} - \text{likvidné prostriedky}}{CF}}$$

Týmito dvoma ukazovateľmi charakterizujeme výkonnosť firmy:

$$\frac{CF}{\frac{EBIT}{\text{Celkový kapitál}}}$$

Tabuľka č.1: Stupnica hodnotenia Králičkov Quick test

Ukazovateľ	Stupnica hodnotenia - body				
	Ohrozený insolventnosťou	Zlý	Stredný	Dobrý	Veľmi dobrý
	0 bodov	1 bod	2 body	3 body	4 body
Podiel vlastného kapitálu		0 – 0,1	0,1-0,2	0,2-0,3	> 0,3
Doba splácania dlhu v rokoch	>30	12 až 30	5 až 12	3 až 5	< 3
Podiel CF na výkonoch	< 0	0-0,05	0,05-0,08	0,08-0,10	>0,10
Rentabilita celkového kapitálu	< 0	0-0,08	0,08-0,12	0,12-0,15	>0,15

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Zalai a kol.⁵¹

Z matematicko-štatistických metód je **Altmanova metodika** najfrekvencovanejšou metódou prognózovania finančnej situácie podniku. Pri zostavovaní tejto metódy Altman uskutočnil analýzu 66 spoločností rozdelených na dve časti – **prosperujúce** a **neprosperujúce**.⁵² Na základe štatistickej analýzy definoval 5 ukazovateľov, ktoré by mali byť najvhodnejšie pri popisovaní finančnej situácie a jej budúcom vývoji.⁵³

„ x_1 – ČPK/Celkový kapitál

x_2 – Nerozdelený zisk/celkový kapitál

x_3 – EBIT/celkový kapitál

x_4 – tržbová hodnota VK/cudzí kapitál

x_5 – tržby/celkový kapitál

Využitým algoritmom sa stanovili aj váhy pre jednotlivé ukazovatele a bola zostavená diskriminačná funkcia pre spoločnosti, ktoré nemajú obchodované tieto akcie na voľnom trhu:

⁵¹ ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 130 ISBN: 978-80-89393-80-5

⁵² ZALAI, Karol a kol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2013. s. 137 ISBN: 978-80-89393-80-5

⁵³ BRELAY, Richard, A. a kol. *Principles of Corporate Finance*. 8.vyd. New York : The McGraw-Hill Companies, Inc. 2007. s. 662 ISBN: 978-0-07-063580-7

$$Z' = 0,72 * x_1 + 0,85 * x_2 + 3,1 * x_3 + 0,42 * x_4 + 1,00 * x_5$$

$Z' > 2,9$ – *dobrá finančná situácia*

$1,2 < Z' \leq 2,9$ – *Šedá zóna s možným bankrotom*

$Z' < 1,2$ – *vysoká pravdepodobnosť bankrotu*

V odbornej literatúre sa uvádza aj podobne odvodená diskriminačná funkcia pre podniky s akciami dostupnými na regulovanom trhu:⁵⁴

$$Z = 1,2 * x_1 + 1,4 * x_2 + 3,3 * x_3 + 0,6 * x_4 + x_5$$

$Z > 2,99$ – *dobrá finančná situácia podniku*

$1,81 < Z \leq 2,99$ – *šedá zóna s možným bankrotom*

$Z < 1,81$ – *vysoká pravdepodobnosť bankrotu*

Pre nevýrobné podniky bola skonštruovaná rovnica s vynechaným ukazovateľom X5 tak aby boli minimalizované medziodborové rozdiely.⁵⁵

$$Z'' = 6,56 * x_1 + 3,26 * x_2 + 6,72 * x_3 + 1,05 * x_4$$

$Z'' > 2,60$ *dobrá finančná situácia*

$1,10 < Z'' \leq 2,60$ *šedá zóna a možný bankrot*

$Z'' < 1,10$ *vysoko pravdepodobný bankrot*

1.5 Metódy stanovenia hodnoty podniku

V dnešnej dobe sa v znaleckej praxi stretávame s množstvom metód využívaných na stanovenie hodnoty podniku. V praxi pri výbere metódy je potrebné vziať do úvahy množstvo faktorov tak, aby ohodnotenie bolo maximálne objektívne. Prvoradým faktorom je účel ohodnotenia. Druhým faktorom je fáza životného cyklu, v ktorej je podnik situovaný, pretože pre každú fázu býva vhodnejšia iná metóda ohodnocovania. Ohodnotenie je však závislé najmä od informácií, ktoré sú znalcom poskytnuté manažmentom spoločnosti a ktoré by mohli výrazne skresliť výsledok ohodnotenia.

1.5.1 Majetkové metódy

Pri majetkových metódach je výsledná hodnota podniku zložená z jednotlivých samostatne ohodnotených majetkových zložiek očistená o súčet hodnôt jednotlivých záväzkov čím dostávame majetkovú hodnotu netto, resp. hodnotu vlastného kapitálu. Tieto

⁵⁴ VLACHYNSKÝ, Karol - KRÁČOVIČ, Jozef. *Finančný manažment*. 3.vyd. Bratislava : IURA Edition, 2011. s. 68 ISBN: 978-80-8078-356-3

⁵⁵ MARKOVIČ, Peter. - TÓTHOVÁ, Alena. - KUBRANOVÁ, Magdaléna. *Finančný manažment na prahu 21.storočia*. Bratislava : Ekonóm, 2013 s. 103 ISBN: 978-80-225-3721-6

metódy analyzujú stav majetku a cudzích zdrojov, nie však budúce vyprodukované výnosy, ani cash flow, čo je ich základnou nevýhodou.⁵⁶

1.5.1.1 Metóda účtovnej hodnoty

Tento typ metódy je založený na účtovnej evidencii, ktorú si musí každý podnik viesť podľa zákona o účtovníctve. Znalec získa z účtovníctva informácie o výške majetku, z registra majetku môže identifikovať jeho zložky. Ďalej je informovaný o vlastnom imaní, základnom imaní, výške zisku a o záväzkoch, čo chápeme ako štruktúru financovania. Pre akcionárov je podstatné, aby trhovú cenu akcie bola vyššia ako účtovná hodnota akcie v odvodení od čoho vzniká **hodnota pridaná trhom**.⁵⁷ Metóda však nebýva presná kvôli použitým historickým cenám majetku evidovaného v účtovníctve spoločnosti a inflačným vývojom, čo zvyšuje odchýlku od reálnych hodnôt. Možnosťou je využiť metódu substančnej hodnoty a previesť majetok na reálne hodnoty.

1.5.1.2 Substančná metóda

Substančná metóda odstraňuje nedostatky metódy účtovnej hodnoty. Pri substančnej metóde sa zisťuje reprodukčná obstarávacía cena jednotlivých druhov majetku, ktorá sa pri dlhodobom resp. neobežnom majetku znižuje o opotrebovanie. Taktiež sa identifikuje, ktorý majetok vytvára kapacitu pre tvorbu úžitkovej hodnoty.⁵⁸ Obežný majetok sa pri tejto metóde posudzuje z hľadiska jeho likvidnosti, teda rýchlosti a vôbec potenciálnej možnosti premeny na hotovostné peňažné prostriedky. Okrem toho je potrebné identifikovať záväzky, ktorými očistíme výslednú hodnotu. Pozor musíme dať aj na potenciálne budúce záväzky.⁵⁹

1.5.1.3 Likvidačná metóda

Pri likvidačnej metóde sa na rozdiel od ostatných nepočíta s pokračovaním činnosti podniku, „going concern“, čiže jednotlivé zložky aktív je možné predávať aj samostatne (čo môže výrazne znížiť hodnotu týchto aktív najmä pri úzko špecializovanom majetku), taktiež časová tieseň spôsobuje to, že sa cena predávaných aktív stláča skôr nadol. Uplatnenie tejto metódy má význam aj pri rozhodovaní o sanácii, alebo likvidácii podniku.

⁵⁶ SIVÁK, Rudolf - MIKÓCZIOVÁ, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 170-171 ISBN: 978-80-89393-06-0

⁵⁷ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 66 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁵⁸ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2.vyd. Praha : C.H.Beck, 2001. s. 128-131 ISBN: 80-7179-529-1

⁵⁹ SIVÁK, Rudolf - MIKÓCZIOVÁ, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 170-171 ISBN: 978-80-89393-06-0

V tomto prípade kombinujeme likvidačnú metódu s výnosovou metódou, kedy v prípade ak je likvidačná hodnota väčšia ako výnosová hodnota, je vlastníkom jednoznačne odporúčané podnik zlikvidovať pretože, ďalšie prevádzkovanie je nevýhodné.⁶⁰ Po odčítaní identifikovaných záväzkov a nákladov likvidácie dostávame „likvidačnú hodnotu podniku“, ktorá ostáva pre vlastníkov.⁶¹

Zhrnutie majetkových metód

Aby sme zhrnuli majetkové metódy uvádzame nasledovný sumár výhod a nevýhod, ktorý sme čerpali z odbornej literatúry.

„Výhodami majetkových metód sú:

- Nevyhnutnosť inventarizovať majetok,
- Detailná analýza jednotlivých zložiek majetku.

Zatiaľ čo nevýhodami sú v prvom rade:

- Statickosť metód neberúcich do úvahy budúcnosť,
- Prácnosť a finančná náročnosť,
- Zarátavajú aj majetok v podnik nevyužívaný,
- Nepočítajú s výnosovým potenciálom spoločnosti.“⁶²

Pretože tieto metódy majú na základe vyššie uvedeného menej výhod, ich prípadné použitie by sme skôr zvažovali v rámci podpory pre stanovenie hodnoty výnosovými metódami. Perspektívou pri využití majetkových metód je doplniť ich o metódy výnosové a teda vlastne využiť kombinované metódy.

1.5.1.4 Metódy založené na analýze trhu

Sú najrozšírenejšie v USA a sú založené na porovnávaní ohodnocovaného podniku s inými podnikmi na základe vybraných ukazovateľov. Najpoužívanéjšie sú dva spôsoby, ktorými sú porovnanie s akciami iných podnikov a metóda porovnateľných transakcií.⁶³

Použitie metód z tejto kategórie je pre znalcov značne náročné, pretože si musia urobiť prieskum o podobných investíciách, čo je problematické z toho dôvodu, že transakcie podnikov sú do značnej miery utajované. Ďalšími problémami sú:

⁶⁰ SIVÁK, Rudolf - MIKÓCZIOVÁ, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 173-174 ISBN: 978-80-89393-06-0

⁶¹ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 70 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁶² Kubica, M. a kol. *Znalcstvo*. 2.vyd. Praha : Wolters Kluwer, 2016. s. 133 ISBN: 978-80-7552-499-7

⁶³ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 72 – 73 ISBN: 978-80-8168-460-9

- Obmedzený počet transakcií (prevody podniku sú špecifické prípady),
- Malý prehľad o počte transakcií (pre verejnosť nedostupné informácie),
- Snaha jednotlivých strán utajiť skutočnú cenu,
- Nejasnosť začo bola zaplatená cena.⁶⁴

Výhodami sú v prvom rade aktuálnosť a jednoduchšia aplikácia v porovnaní s výnosovými metódami.

Pre úplnosť upozorňujeme na možnosť využitia ďalších metód uvádzaných v odbornej literatúre, ktorými sú **Schmalenbachova metóda** vychádzajúca z predpokladu, že obe zložky, majetok a výnosy považujeme za rovnocenné a dôležité pri ohodnocovaní podniku rovnako. Ďalšou metódou je metóda **váženej strednej hodnoty**, pri ktorej znalec stanovuje aj váhy jednotlivých zložiek ohodnotenia. Pri **metóde nadzisku** je podstatou aby podnik produkoval zisk vyšší ako zisk na úrovni alternatívnych bezrizikových aktív.⁶⁵

V znaleckej praxi môže dôjsť aj k **ohodnocovaniu synergií**, k čomu často dochádza pri fúziách a akvizíciách.⁶⁶

Uvedenými metódami sa nebudeme v práci bližšie zaoberať, preto odkazujeme na odbornú literatúru s detailnejším popisom jednotlivých metód.

1.5.2 Výnosové metódy

V praxi asi najviac využívané metódy stanovovania hodnoty podniku, ktoré sa odvíjajú od predpokladaných budúcich výnosov.

Upozorňujeme však, že sa nejedná o tržby ako také, ale výsledky hospodárenia v jednotlivých obdobiach, ktoré sa upravujú na peňažné toky do firmy ako celku, teda **„diskontovaný CF entity“** (ďalej len „DCF Entity“) čiže tok uspokojujúci nároky vlastníkov aj veriteľov a peňažné toky, ktoré sa môžu použiť na rozdelenie a vyplatenie majiteľov alebo sa ponechajú v spoločnosti za účelom financovania ďalších investícií. Tento tok nazývame **„diskontovaný CF equity“** (ďalej len „DCF equity“).

V praxi najviac používaná metóda, **DCF entity**, ktorej možné využitie je aj pri stanovovaní hodnoty samostatných divízií, využíva diskont voľného peňažného toku, pričom rozoznáva peňažné prostriedky plynúce pre:⁶⁷

⁶⁴ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 72 - 73 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁶⁵ HARUMOVÁ, Anna. *Ohodnocovanie pohľadávok*. Bratislava : Ekonóm, 2002. s. 102-103 ISBN: 80-89047-45-9

⁶⁶ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. 2016. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 77 ISBN: 978-80-8168-460-9

- vlastníkov v podobe dividend alebo podielov na zisku
- veriteľov v podobe splátok úveru a úrokov

Voľný peňažný tok, resp. „*free cash flow*“ (ďalej len „FCF“) by sa mal v oboch prípadoch, čiže aj pri DCF Equity, vzťahovať len k hlavnej, čiže prevádzkovej činnosti podniku.

V špeciálnych prípadoch sa využíva metóda **DCF APV** (adjusted present value, resp. prispôsobenej súčasnej hodnoty). Ojedinelosť využitia danej metódy je daná predpokladmi jej využitia – nulové zadlženie, kedy sa za diskontnú sadzbu považujú náklady na vlastný kapitál pri nulovej zadlženosti. K takto vyčíslenej hodnote podniku sa prirátava ešte súčasná hodnota daňových úspor z úrokov vyrátaná vzorcom:⁶⁸

$$DÚ = \frac{CK * i * d}{i} = CK * d$$

Legenda:

d – platná sadzba dane z príjmov
i – miera nákladov na cudzí kapitál
DÚ – súčasná hodnota daňových úspor
CK – cudzí kapitál

Schéma výpočtu FCF je nasledovná:

„*Tržby – Náklady = EBIT – úroky (podľa situácie) = EBT – splatná daň = EAT*
FCF Entity = EAT + odpisy +/- zmeny pracovného kapitálu – investičné výdavky
FCF Equity = EAT + odpisy +/- zmeny pracovného kapitálu – investičné výdavky –
splátky úveru + novoprijaté úvery“⁶⁹

Pri FCF Entity sa vychádza iba z prevádzkového zisku (nepočíta sa s úrokmi). V prípade DCF Equity sa počíta aj s nákladovými úrokmi. V oboch prípadoch sa však počíta iba z prevádzkovo nutným majetkom. Nemali by sme preto uvažovať s nákupom a predajom finančných investícií, pozemkov a ďalšieho majetku slúžiaceho na uloženie voľných peňažných prostriedkov, ak tieto nie sú hlavnou náplňou činnosti konkrétnej entity. V takom prípade by naopak obsahovala aj výnosy z tohto majetku.⁷⁰

Základom na výpočet prevádzkovej hodnoty je vzťah:⁷¹

⁶⁷ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. 2016. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978-80-8168-460-9

⁶⁸ Sivák, Rudolf - Mikócziová, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 188-189 ISBN: 978-80-89393-06-0

⁶⁹ Kubic, Milan a kol. *Znalcstvo*. Praha : Wolters Kluwer, 2013. s. 138 – 140 ISBN: 978-80-7552-499-7

⁷⁰ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 128 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁷¹ Sivák, Rudolf - Mikócziová, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 187 ISBN: 978-80-89393-06-0

$$Hb = \sum \frac{FCF}{(1+i)^n}$$

Legenda:

Hb = hodnota podniku brutto

i – diskontná sadzba (pri DCF Entity sa rovná priemerným nákladom kapitálu na rozdiel od DCF Equity, kedy sa používajú výlučne náklady vlastného kapitálu)

n – dĺžka obdobia prvej fázy

Prvá fáza ri použiti dvojfázovej metódy, vychádzajúc z predpokladu konštantného rastu g platí:⁷²

$$Hb = \sum \frac{FCF}{(1+i)^n} + PH = \sum \frac{FCF}{(1+i)^n} + \frac{FCF_{n+1}}{(i-g) * (1+i)^n}$$

Legenda:

PH – pokračujúca hodnota

g – miera rastu, pričom musí platiť $i > g$

V odbornej teórii je uvedených viacero variácií daných vzorcov podľa očakávaných podmienok ďalšieho vývoja. Taktiež existuje aj trojfázová metóda. Pre potreby našej práce a obmedzený rozsah sme však uviedli len vyššie definované vzorce.

Postup stanovenia hodnoty podniku je nasledovný:

1. „historická finančná a strategická analýza podniku a príslušného odvetvia,
2. projekcie budúcich peňažných tokov – možnosť využitia finančného plánu,
3. stanovenie miery nákladov (požadovaného výnosu) kapitálu,
4. výpočet čistej súčasnej hodnoty podniku budúcich peňažných tokov,
5. interpretácia výsledkov.“⁷³

Teraz si v našej práci bližšie popíšeme stanovenie diskontnej sadzby a určenie pokračujúcej hodnoty.

1.5.3 Diskontný factor

Základom výnosových metód sú modely DCF, ktoré využívajú diskontovanie voľných peňažných tokov. Úlohou diskontnej miery je previesť budúce výnosy (peňažné príjmy) na súčasnosť, pričom odrážajú faktor času, ale aj riziko spojené s konkrétnou investíciou.⁷⁴

⁷² SIVÁK, Rudolf - MIKÓCZIOVÁ, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 187 ISBN: 978-80-89393-06-0

⁷³ SIVÁK, Rudolf - MIKÓCZIOVÁ, Jana. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. s. 189-190 ISBN: 978-80-89393-06-0

⁷⁴ KISLINGEROVÁ, Eva. a kol. *Oceňování podniku*. 2.vyd. Praha : C.H.Beck, 2001. s. 174 ISBN: 80-7179-529-1

Diskontná miera je mierou výnosnosti z uskutočnenej akvizície budúcich peňažných príjmov, ktorú očakáva investor za akceptované riziko, čo je jej *ekonomická funkcia*. *Technická funkcia* spočíva v jej použití na prepočítavanie prijatej, alebo vydanéj peňažnej sumy v budúcnosti. Spôsob jej stanovenia teda ovplyvňuje aj výber metódy ohodnocovania.⁷⁵

V odbornej literatúre sa pri diskontnej miere stretneme aj s pojmom **mierna kapitalizácie**, tá je však s odvolaním sa na Medzinárodné oceňovacie štandardy daná vzťahom *diskontná miera mínus očakávaná miera dlhodobého rastu*, a teda ohodnotenie s využitím miery kapitalizácie by malo byť ohodnotením na úrovni súčasnej hodnoty večnej renty. Východiskom stanovenia miery diskontu by mali byť aktíva nezaťažené rizikom, resp. zaťažené rizikom na minimálnej úrovni, pretože v praxi bezrizikové aktíva neexistujú.⁷⁶

V súčasnosti je možné riešiť riziko dvoma možnosťami:

- a) Pridať rizikovú prirážku k bezrizikovej úrokovej miere,
- b) Pracovať len s bezrizikovou úrokovou mierou, teda bez rizikovej prirážky.

Pre investora je dôležité, aby bola **minimálne ekvivalentná alternatívnej investícii**, pretože racionálny investor prehodnocuje náklady obetovaných príležitostí tým, že posudzuje náklady vlastného kapitálu a rovnako tak aj náklady cudzieho kapitálu.⁷⁷

Stanovenie nákladov na cudzí kapitál

Určenie nákladov cudzieho kapitálu je, podľa nášho názoru, vo všeobecnosti jednoduchšie ako stanovenie nákladov vlastného kapitálu, pretože vychádzame z ľahšie dostupných informácií z finančného trhu a sú väčšinou pevne dané. Je možné spraviť priemer z jednotlivých efektívnych úrokových sadzieb, ktoré cieľový podnik platí za jednotlivé formy cudzieho kapitálu. Pri výpočte teda môžeme uvažovať s týmito položkami:⁷⁸

- úroky,
- disážio,

⁷⁵ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 82-83 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁷⁶ Mařík, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 49 ISBN: 978-80-86929-67-5

⁷⁷ Kislíngrová, Eva. a kol. *Oceňování podniku*. 2.vyd. Praha : C.H.Beck, 2001. s. 174 ISBN: 80-7179-529-1

⁷⁸ Mařík, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 212 ISBN: 978-80-86929-67-5

- ďalšie poplatky (administratívne poplatky, poplatky za poskytnutie úveru, odmeny za znalecký posudok pri zriadení záložného práva, atď.)

Stanovenie nákladov vlastného kapitálu

Pri určovaní nákladov vlastného kapitálu znalec posudzuje prepojenie medzi výnosnosťou a rizikovosťou konkrétnej investície. Pri stanovovaní nákladov vlastného kapitálu znalec musí rozlišovať:⁷⁹

- náklady na prioritné akcie – ich výška závisí od definovanej dividendy, trhovej ceny a výšky emisných nákladov. Sú drahšie ako cudzí kapitál.
- náklady na kmeňové akcie – sú výplaty dividend zo zisku po uspokojení potrieb prioritných akcionárov, pričom tieto náklady sú stanovované modelom CAPM.
- náklady na nerozdelený zisk – ak v podniku ponechávame nerozdelený zisk, zohľadňujeme náklady obetovaných príležitostí, ktoré by mali byť rovné nákladom na kmeňové akcie. Sem však nevstupujú emisné náklady.

V slovenských podmienkach má najviac spoločností právnu formu s. r. o. – spoločnosť s ručením obmedzeným, preto sa vo väčšine prípadov počíta s nákladmi na kmeňové akcie, ktoré sú analogické podielom spoločníkov.

Model oceňovania kapitálových aktív CAPM

„Model oceňovania kapitálových aktív je základným modelom, ktorý je v praxi anglosaských krajín najviac využívaný na odhad nákladov vlastného kapitálu. V podmienkach Slovenskej republiky sa tento postup zaviedol do praxe, pričom v súčasnosti je najčastejšie využívaným postupom stanovenia nákladov na vlastný kapitál.“⁸⁰ Vzhľadom na vyššie uvedené sa budeme bližšie zaoberať daným modelom, ktorý následne využijeme aj praktickej časti našej práce.

Základný vzorec CAPM predstavuje tento vzťah:⁸¹

$$CAPM = r_f + Beta * [r_m - r_f]$$

Legenda:

r_f – bezriziková miera výnosu

$Beta$ – považujeme za systematické riziko odvetvia, v ktorom podnik pôsobí

r_m – očakávaný výnos trhového portfólia

⁷⁹ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 90-91 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁸⁰ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 93 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁸¹ Maness, Terry, S. *Introduction To Corporate Finance*. New York : McGraw- Hill Book Company, 1988. s. 233-234 ISBN: 0-07-039934-4 551

Koeficient Beta ovplyvňujú viaceré premenné, ako napríklad:

- citlivosť odvetvia, v ktorom podnik pôsobí, na zmeny hospodárskeho cyklu. Táto citlivosť je priamo úmerná koeficientu Beta.
- veľkosť prevádzkovej páky, ktorá je závislá od pomeru medzi fixnými a variabilnými nákladmi, ktoré závisia od vzťahu medzi dlhodobým a krátkodobým majetkom.
- finančná páka, ktorá je analogická k prevádzkovej páke, vypovedá o pomere cudzieho a vlastného kapitálu, pričom tento pomer má vplyv na celkové priemerné náklady kapitálu.

Nasledovná rovnica vyjadruje vplyv kapitálovej štruktúry na koeficient Beta:⁸²

$$\text{Beta zadlžená} = \text{Beta nezadlžená} * \left[1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right]$$

Legenda:

Beta zadlžená – popisuje systematické riziko trhu zahrňajúce vplyv kapitálovej štruktúry, t. j. pri zadlženom podniku

Beta nezadlžená – vyjadruje systematické riziko trhu vynímajúce vplyv kapitálovej štruktúry, čiže podnik považujeme za nezadlžený

CK – cudzí kapitál

VK – vlastný kapitál

d – sadzba dane z príjmov

Odborná literatúra uvádza ďalšie spôsoby výpočtu koeficientu Beta, napríklad **metódu analógie**, ktorá využíva Bety podobných podnikov, **metódu s využitím finančných výkazov** s vplyvom na koeficient Beta a **prognózu Bety na základe analýzy rizika**, ktorá analyzuje finančné a prevádzkové riziko vychádzajúc z priamky kapitálového trhu.

Týmito metódami sa však ďalej nebudeme zaoberať, pretože v praktickej časti využijeme hlavne metódu, ktorú sme popísali vyššie. Ďalším spomedzi spôsobov výpočtu nákladov vlastného kapitálu je **Model arbitrážneho oceňovania**, ktorý je modernejšou alternatívnou metódou vzhľadom na CAPM, pričom na rozdiel od CAPM, kde riziková prémie závisí od jediného faktora Beta, v modeli APT (Arbitrage Pricing Theory) je riziková prémie závislá od viacerých makroekonomických faktorov (úroveň ekonomiky odvetvia, inflácia, úrokové sadzby, rizikovosť obligácií).⁸³

⁸² MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 235 ISBN: 978-80-86929-67-5

⁸³ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 106-107 ISBN: 978-80-8168-460-9

Základnou schémou **Stavebnicovej metódy** je výnosnosť bezrizikových cenných papierov zvýšená viacerými čiastkovými prirážkami za riziko. Autorka Kislingerová uvádza základný vzorec stavebnicovej metódy ako:⁸⁴

$$i_p = r_f + r_o + r_{fr} + r_l$$

Legenda:

i_p – požadovaná výnosnosť vlastného kapitálu, čo je vlastne očakávaná úroková miera
 r_f – bezrizikový výnos, resp. bezriziková úroková miera
 r_o – prirážka za obchodné riziko
 r_{fr} – prirážka za finančné riziko, resp. prirážka za malú veľkosť spoločnosti
 r_l – riziko za zníženie likvidity, resp. prirážka za nesystematické riziko (špecifickosť spoločnosti)

Model priemernej rentability, ktorého výhodou je, že informácie o rentabilite sú v slovenských podmienkach bežne dostupné vďaka portálu Register účtovných závierok, kde je možné vyhľadať si individuálne, alebo konsolidované účtovné závierky spoločností pôsobiacich na Slovensku. Je potrebné však podotknúť, že v slovenských podmienkach je účtovná rentabilita veľmi často nízka kvôli optimalizácii daňového základu, čo môže značne skresliť konečný výsledok.

Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu, kedy sa k identifikovaným nákladom cudzieho kapitálu pripočíta niekoľko percentuálnych bodov (dva až tri) a tým sa získa určitý odhad nákladov vlastného kapitálu.⁸⁵

Najpravdepodobnejšia situácia, ktorá v praxi nastáva, a ktorá je relevantná aj pre našu prácu je financovanie podniku kombináciou vlastných a cudzích zdrojov je stanovenie diskontného faktora na úrovni **priemerných vážených nákladov kapitálu** tzv. **WACC**, ktorého vzorec je:⁸⁶

$$WACC = n_{ck} * (1 - d) * \frac{\text{Cudzí kapitál}}{K} + n_{vk}(z) * \frac{\text{Vlastný kapitál}}{K}$$

Legenda:

n_{ck} sú náklady cudzieho kapitálu
 d je sadzba dane z príjmov platná na území, kde pôsobí daný podnik
 CK je pre daný výpočet úročený cudzí kapitál
 $n_{vk}(z)$ je parametrom predstavujúcim náklady vlastného kapitálu pri danej hladine zadlženosti konkrétneho podniku
 K je celková hodnota kapitálu (v tomto prípade úročeného CK a VK)

⁸⁴ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C. H. Beck, 2001. s. 200 ISBN: 80-7179529-1

⁸⁵ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer, 2016. s. 12 ISBN: 978-80-8168-460-9

⁸⁶ KNOTT, Geoffrey. *Financial Management*. 4.vyd. New York : PALGRAVE MACMILLAN, 2004. s. 204 ISBN: 1-4039-0382-4 373

1.5.4 Pokračujúca hodnota

Po definovaní jednotlivých nákladov celkového kapitálu nastáva v procese ohodnocovania najťažšia fáza najmä z hľadiska toho, že je náročné predikovať vývoj aj na kratšie obdobie prvej fázy.

Stanoviť pokračujúcu hodnotu je kľúčové, pretože podľa Maříka pri období druhej fázy v dĺžke **5 rokov** dosiahne jej podiel na celkovom výnosovom ohodnotení až 80 %, pri období 10 rokov 60 %, pričom až pri období 15 rokov sa jednotlivé hodnoty vyrovnajú.⁸⁷

Znalec musí určiť mieru rastu podniku v budúcnosti, tzv. **trvalo udržateľnú mieru rastu**, prípadne identifikovať konštantný rast.

Vychádza pritom z analýzy historických dát vývoja ekonomiky a odvetvia, v ktorom podnik pôsobí, čo však samo o sebe nemusí byť jednoznačné východisko pre stanovenie hodnoty, pretože predpovedať budúcnosť na základe historických dát prináša vo väčšine prípadov odchýlky, ktoré sa snažíme minimalizovať. Snažíme sa pri tom odhadnúť hlavne **mieru rastu tržieb** a nie zisku z týchto dôvodov:

- jednoduchšie je dosahovať rast v tržbách a nie v ziskoch
- tržby bývajú ovplyvňované zmenami nákladov alebo účtovnými úpravami menej ako zisky

Pre výpočet trvalo udržateľnej miery rastu je možné použiť **aritmetický** alebo **geometrický priemer** z historických údajov za podnik, pričom musíme upravovať tieto odhady, vychádzajúc z odhadov rastu na základe existujúcich a predpokladaných strategických rozhodnutí podniku v závislosti od vývoja odvetvia, pričom ideálne je doplniť tieto odhady odhadmi rastu, aby sme dosiahli čo najrelevantnejšie odhady. Závislosť presnosti predikcie rastu pri využití historických dát vychádza z nasledovných faktorov:⁸⁸

- odchýlky v tempách rastu podniku v minulosti – čím väčšie, tým menší význam majú pre predikciu
- veľkosť ohodnocovaného podniku – s rastom veľkosti podniku je náročnejšie udržať vysoké tempo rastu
- hospodársky cyklus, v ktorom sa v súčasnosti podnik nachádza, by mal byť podmienkami podobný ako cyklus, z ktorého čerpáme východiskové dáta.

⁸⁷ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 179 ISBN: 978-80-86929-67-5

⁸⁸ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer : 2016. s. 123 ISBN: 978-80-8186-460-90

- finančno-ekonomické charakteristiky podniku (zameranie podnikania, kapitálová štruktúra, dividendová politika)

V prípade, že odhadujeme rast na základe strategických rozhodnutí podniku môžeme využiť na výpočet **udržateľnej miery rastu** je nasledujúci pomer:

$$g = \text{aktivačný pomer} * \text{výnos z nerozdeleného zisku}$$

Aktivačný pomer je pomer nerozdeleného zisku k zisku spoločnosti dosiahnutom v danom roku. Kvôli náročnosti určiť očakávaný výnos z nerozdeleného výsledku hospodárenia sa vychádza zo zjednodušeného tvrdenia o podobnej výnosnosti projektov realizovaných v budúcnosti s projektmi realizovanými v minulosti. Preto používame upravený pomer:⁸⁹

$$g = \text{aktivačný pomer} * ROE$$

V tomto prípade sú faktory rastu podniku:

- jeho veľkosť – čím väčší podnik, tým ťažšie udržanie rastu,
- podnik so súčasným vysokým rastom – má vyššiu pravdepodobnosť dlhšej periódy tohto rastu ako podnik s nižším tempom rastu,
- bariéry vstupu do odvetvia a konkurenčné výhody podniku – čím zložitejšie bariéry vstupu a vyššie konkurenčné výhody podniku, tým vyšší je jeho rast.⁹⁰

Autorka Kislingerová uvádza ďalšiu možnosť výpočtu trvalo udržateľného rastu a to je rovnica, s využitím ukazovateľa EPS (earning per share), ktorý dáva do pomeru počet akcií a čistý zisk:⁹¹

$$g = ROE * (1 - \frac{\text{vyplácané dividendy}}{EPS})$$

Pričom ukazovateľ ROE je možné vypočítať pomocou vzťahu zobrazujúceho kapitálovú návratnosť a dlhové financovanie:

$$ROA + \frac{CK}{VK} + (ROA - \text{úrok} * (1 - t))$$

V parametri tempa rastu sa týmto zohľadní spôsob financovania, pretože ten v prípade, že je na obvyklej úrovni, prispieva k rastu rentability vlastného kapitálu, čo v konečnom dôsledku prinesie efekt finančnej páky.⁹²

⁸⁹ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer : 2016. s. 125 ISBN: 978-80-8186-460-90

⁹⁰ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer : 2016. s. 125 ISBN: 978-80-8186-460-90

⁹¹ Kislingerová, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C. H. Beck, 2001. s. 206 ISBN: 80-7179529-1

⁹² Kislingerová, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C. H. Beck, 2001. s. 206-207 ISBN: 80-7179529-1

Potom, ako znalec odhadne tempo rastu na určité obdobie, ktoré je zvyčajne ohraničené dĺžkou finančného plánu, je nútený stanoviť pokračujúcu hodnotu.

Pokračujúca hodnota s diskontovanými peňažnými príjmami, v prípade očakávaného stabilného rastu – využíva Gordonov vzorec využívajúci voľné peňažné toky:⁹³

$$PH = \frac{FCF\ entity_{t+1}}{i_k - g}$$

Legenda:

*PH je pokračujúca hodnota,
FCF entity t+1 je voľné CF v roku t+1, i_k je kalkulovalá úroková miera,
g je miera rastu FCF entity do nekonečna,
Podmienkou je $i > g$*

Ak by sme Gordonov model použili s predpokladom nulového tempa rastu, získali by sme výpočet večnej renty.

$$PH = \frac{FCF\ entity_{t+1}}{i_k}$$

Poslednou možnosťou pre výpočet pokračujúcej hodnoty je použitie vzorca zahŕňajúceho tieto faktory tvorby hodnoty:⁹⁴

- tempo rastu prevádzkových ziskov znížených o upravené dane
- prognózovaná ziskovosť netto investícií, pričom investíciami sa rozumie investovanie do operatívne nutného dlhodobého majetku a pracovného kapitálu
- model pre pokračujúcu hodnotu má potom nasledujúci tvar:

$$PH = \frac{PZ_{t+1} (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}$$

Legenda:

*PZ_{t+1} je prognózovaný zisk po upravených daniach v prvom roku po uplynutí obdobia prognózy,
 r_i je rentabilita čistých investícií*

⁹³ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 182 ISBN: 978-80-86929-67-5

⁹⁴ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer : 2016. s. 133 ISBN: 978-80-8186-460-90

Existujú však prípady, kedy pokračujúcu hodnotu stanovujeme bez diskontovaných peňažných príjmov:⁹⁵

- likvidačná hodnota – v prípade, že je životnosť podniku ohraničená
- substančná hodnota
- trhovú hodnotu na konci prvej fázy
- pokračujúca hodnota pomocou násobiteľa – trhovú cenu / účtovná hodnota vlastného kapitálu.
- účtovná hodnota – najjednoduchšia a zároveň najmenej presná metóda.

Poslednou možnosťou odhadu tempa rastu je využiť odhady analytikov ideálne niekoľkých rôznych analytikov, študujúcich dianie v konkrétnych podnikoch, odvetviach v kontexte makroekonomického vývoja.⁹⁶

Podľa nášho názoru môže ideálne stanovenie pokračujúcej hodnoty byť kombináciou výpočtov zohľadňujúcich vnútropodnikové rozhodnutia a externé podmienky konzultované s analytikmi.

1.6 Finančné plánovanie

V praxi najrozšírenejší postup pri odhadovaní vývoja podniku v prvej fáze vychádza z údajov z účtovníctva, ktoré sú zvyčajne predĺžené na dobu piatich rokov a pri stanovení hodnoty podniku sa využívajú najmä preto, že toto riešenie je praktické pri ohodnocovaní podniku, pretože plány sú hotové a stačí ich minimálne upraviť a pracuje sa s predpokladom, že vedenie podniku najlepšie rozumie predpokladom vývoja daného podniku v budúcnosti.⁹⁷ Znalec by však podľa nášho názoru mal byť prítomný pri zostavovaní tohto finančného plánu, korigovať ho a konzultovať svoje odhady s vedením podniku, aby sa tak dosiahlo optimálne vypracovanie plánu vhodného pre nezávislý znalecký posudok. Je to aj z toho dôvodu, že z predlžovaním fázy sa značne stierajú rozdiely medzi kriticky uvažujúcimi znalcami a manažmentom spoločnosti.

Kvalifikovaný skúsený odborník môže pri korigovaní plánu zakomponovať rôzne návrhy, čo sa týka dĺžky obdobia plánu a navrhnúť dĺžku plánu tak, aby bola zhodná s dobou, počas ktorej je podnik schopný tvoriť hodnotu podľa fázy životného cyklu, konjunkturálneho cyklu, prípadne určiť dobu prvej fázy na dostatočne dlhú dobu, počas

⁹⁵ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Wolters Kluwer : 2016. s. 134 ISBN: 978-80-8186-460-90

⁹⁶ KislíngeroVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha : C. H. Beck, 2001. s. 210-211 ISBN: 80-7179529-1

⁹⁷ Mařík, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 181 ISBN: 978-80-86929-67-5

ktorej sa podnik dostane do stavu určitej rovnováhy (stabilný trhový podiel, naviazaný rast tržieb na rast trhu ako celku atď.).⁹⁸

Pre vypracovanie kvalitného finančného plánu je potrebné vychádzať z teórie finančného plánovania a využívať pritom odporúčané postupy a metódy doplnené o reálne údaje z vonkajšieho a vnútorného prostredia podniku. Samotný finančný plán má tieto hlavné prvky:⁹⁹

- finančná analýza,
- stanovenie finančných cieľov podniku,
- navrhnutie projektov rozvoja podniku,
- dlhodobý finančný plán
- krátkodobý finančný plán a rozpočty

V rámci týchto bodov by sa mala zohľadniť celková stratégia podniku pozostávajúca z jednotlivých funkčných stratégií, ktorým vytvára priestor, ovplyvňuje jednotlivé funkčné stratégie a určuje rámec pre ich formuláciu práve finančná stratégia, ktorá zahŕňa tieto jednotlivé zložky:¹⁰⁰

- stratégia rastu trhovej hodnoty podniku,
- rozpočtovo-kapitálová zložka,
- dlhová politika,
- optimalizácia kapitálovej štruktúry,
- politika likvidity,
- daňová politika
- politika vzťahu k finančnému trhu,
- stratégia dividendovej politiky.

Všetky tieto zložky vrátane samotnej stratégie rastu trhovej hodnoty podniku ovplyvňujú podľa nášho názoru hodnotu podniku a jej stanovenie, pretože sa jedná o významné rozhodnutia, ktorými sa smeruje vývoj podniku.

Práve preto je dôležité, aby znalec, ktorý má za úlohu ohodnotiť podnik, poznal vedenie podniku, aby vedel odhadnúť záujmy jednotlivých členov manažmentu a celkové zámery vedenia podniku. K tomu mu môže výrazne pomôcť práve komunikácia

⁹⁸ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. vyd. Praha : Ekopress, 2011. s. 179-180 ISBN: 978-80-86929-67-5

⁹⁹ KRÁĽOVIČ, Josef. *Finančné plánovanie podniku*. Bratislava: Sprint dva, 2010. s. 41 ISBN: 978-80-89393-20-6

¹⁰⁰ KRÁĽOVIČ, Josef. *Finančné plánovanie podniku*. Bratislava: Sprint dva, 2010. s. 48 ISBN: 978-80-89393-20-6

s manažmentom podniku ohľadom finančného plánu, ktorého prehodnotenie a prípadná korekcia, hlavne odhadu tržieb, resp. voľných peňažných tokov môže znalcovi do značnej miery pomôcť odhadnúť všeobecnú trhovú hodnotu podniku, pretože v pláne sú zobrazené aj plánované investície, ktorých vplyv na hodnotu podniku nemožno podceňovať.

2 Cieľ práce

Cieľom našej diplomovej práce je definovať spôsoby stanovenia hodnoty podniku a opísať možnosti využitia finančno-ekonomickej analýzy a finančného plánovania pri ohodnocovaní podniku. Použitím podnikateľskej metódy stanoviť všeobecnú hodnotu podniku.

Práca je rozsiahla, preto sme si stanovili ciele parciálne pre teoretickú časť a parciálne pre praktickú časť.

Parciálne ciele pre teoretickú časť:

- Teoretické vymedzenie ohodnocovania podnikov,
- Definovanie relevantných zdrojov informácii pre stanovenie hodnoty podniku,
- Popísanie metód, ktoré sú využívané pri stanovovaní hodnoty podniku,

Parciálne ciele pre praktickú časť:

- Predstaviť spoločnosť
- Uskutočniť finančno-ekonomickú analýzu ex post a ex ante cez pomerové ukazovatele, aby sme zhodnotili doterajší vývoj podniku.
- Vypracovať finančný plán na obdobie piatich rokov
- Určiť pokračujúcu hodnotu

3 Metódy a metodika práce

Pri vypracovávaní našej diplomovej práce sme si podľa cieľov, ktoré sme si stanovili pre teoretickú časť zvolili **metódu zbierania informácií** z dostupnej knižnej literatúry, od domácich aj od zahraničných autorov preto, aby sme získali podstatné informácie zamerané na vysvetlenie problematiky stanovenia hodnoty podniku.

Údaje relevantné pre analýzy v praktickej časti našej diplomovej práce sme získali v plnom rozsahu hlavne zo zdrojov pre stanovenie hodnoty podniku, ktorými sú výkaz účtovných závierok, súvahy, výkazy ziskov a strát a poznámky k účtovnej závierke za obdobie rokov 2013-2016.

Pri práci na praktickej časti sme využili **syntézu**. S využitím informácií získaných z výkazov sme zostavili **finančnú analýzu** na základe teoreticky definovaných ukazovateľov. Na základe vykonanej finančnej analýzy sme zhodnotili doterajší vývoj podniku. Pre analýzu sme vybrali ukazovatele likvidity, rentability, stability a aktivity. Vybrané ukazovatele sme podrobili medzipodnikovému porovnávaniu, **metódou komparácie** v rámci odvetvia, aby sme stanovili polohu podniku v ekonomickom priestore. Pre analýzu polohy podniku v čase sme uskutočnili horizontálnu analýzu.

Pre zistenie toho ako funguje riadenie podniku v praxi sme navštívili riaditeľa vybranej spoločnosti, ktorý nám poskytol informácie z praktického prostredia týkajúce sa riadenia pracovného kapitálu.

Pre prehľadnejšie spracovanie praktickej časti, ktorá obsahuje množstvo dát sme zostavili tabuľky a grafy, za účelom zvýšenia čitateľnosti našich výsledkov.

4 Výsledky práce

Spoločnosť, ktorú sme si zvolili je právnu formou s. r. o. - spoločnosť s ručením obmedzeným. Hlavným predmetom činnosti tejto spoločnosti je výroba, servis a predaj prídavných zariadení pre stavebné, zemné, recyklačné a poľnohospodárske stroje. Touto spoločnosťou je dcérska spoločnosť zahraničnej spoločnosti Arden Equipment, ktorá na slovenskom trhu pôsobí od 04.08.2006 pod názvom Arden Equipment Slovakia s.r.o. (ďalej len „spoločnosť“). Spoločnosť sídli v Leviciach na Talianskej ulici 3/5570, 93401. Materská spoločnosť vznikla v roku 1976 vo Francúzsku a jej konsolidovaný obrat presahuje takmer 40 mil. Eur.

Spoločnosť ponúka široký sortiment výrobných činností s využitím moderných strojných zariadení a je schopná uskutočňovať aj projekty mimo svojho primárneho zamerania podľa požiadaviek zákazníka, pričom závod v Leviciach sa špecializuje na širokú škálu nakladacích lyžíc a nožníc na železo.

Spoločnosť je podľa podmienok slovenského zákona malou účtovnou jednotkou. Má 11 stálych zamestnancov a podľa potreby výroby využíva outsourcing pri získavaní ďalších pracovníkov (celkovo 20), čo je možné vidieť aj na raste nákladov na služby, kde sú zahrnuté náklady na pracovníkov získaných prostredníctvom agentúry, o 61,45 %. Čistý obrat spoločnosti dlhodobo presahuje 1,4 mil. €. Podľa skratky SK NACE, ktorou klasifikujeme podniky podľa hlavných ekonomických činností, zaradujeme spoločnosť do kategórie: 25990 - Výroba ostatných kovových výrobkov i. n. Bonita spoločnosti podľa stránky indexpodnikatela.sk¹⁰¹ bola v roku 2016 na úrovni A – veľmi dobrá, čo vypovedá o úspešnom pôsobení spoločnosti na slovenskom trhu.

Arden Equipment Slovakia s.r.o. je držiteľom viacerých certifikátov, medzi ktoré patrí napríklad certifikát AAA, Certifikát Top Rating, Ocenenie spoľahlivo platiacej firmy a členstvo v registri slovenských firiem.

Bližšie informácie o spoločnosti, o organizačnej štruktúre, výrobnom programe a o okolí podniku nájdete v prílohe D.

4.1 Finančná analýza podniku

V tejto kapitole uskutočníme odhad očakávanej skutočnosti bežného roka. V nasledujúcej tabuľke vidíme aktívne strany súvah spoločnosti AE SK za roky 2013 až 2016, spolu s indexmi vývoja za obdobia a následne očakávanú skutočnosť bežného roka:

¹⁰¹ Dostupné na stránke <https://www.indexpodnikatela.sk/36661023>

Tabuľka č.2: Aktívna strana súvahy za obdobie (v €) 2013 - OS 2017

Aktíva	2013	2014	2015	2016	OS 2017
Spolu majetok	1 844 834	1 749 632	1 747 343	1 840 948	1 969 618
Neobežný majetok	1 459 774	1 351 316	1 265 139	1 165 648	1 240 403
Dlhodobý nehmotný majetok súčet	1 422	918	414	1 618	1 294
Softvér	1 422	918	414	1 618	1 294
Dlhodobý hmotný majetok súčet	1 458 352	1 350 398	1 264 725	1 164 030	1 239 109
Pozemky	170 484	170 484	170 484	170 484	170 484
Stavby	1 134 440	1 052 395	968 212	886 247	830 250
Samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí	153 428	127 519	126 029	107 299	238 375
Obežný majetok	379 952	391 369	478 004	673 161	726 065
Zásoby súčet	185 002	180 836	211 480	334 851	352 442
Materiál	139 087	139 603	183 274	198 711	215 442
Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby	31 968	30 351	25 385	91 403	100 000
Výrobky	13 947	10 882	2 821	43 041	35 000
Tovar				1 696	2 000
Dlhodobé pohľadávky	120	120	120	120	120
Krátkodobé pohľadávky	111 760	108 387	243 578	314 852	361 037
Pohľadávky z obchodného styku súčet	88 578	92 889	225 265	272 246	329 037
Ostatné pohľadávky z obchodného styku	88 578	92 889	225 265	272 246	329 037
Daňové pohľadávky a dotácie	18 428	15 473	18 313	42 606	32 000
Iné pohľadávky	4 754	25			
Finančné účty	83 070	102 026	22 826	23 338	12 466
Peniaze	1 223	4 343	954	2 435	2 466
Účty v bankách	81 847	97 683	21 872	20 903	10 000
Časové rozlíšenie	5 108	6 947	4 200	2 139	3 150
Časové rozlíšenie dlhodobé				83	150
Časové rozlíšenie krátkodobé	5 108	6 947	4 200	2 056	3 000

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa konzultácií s manažmentom pre rok OS 2017 Účtovných závierok 2013 - 2016¹⁰²

¹⁰² Dostupné na stránke www.registeruz.sk

V nasledujúcej tabuľke č. 3 vidíme pasívne strany súvah AE SK s indexmi vývoja a následnou kvantifikáciou očakávanej skutočnosti.

Tabuľka č.3: Pasívna strana súvahy (v €) za obdobie 2013 – OS 2017

Pasíva	2013	2014	2015	2016	OS 2017
Spolu vlastné imanie a záväzky	1 844 834	1 749 632	1 747 343	1 840 948	1 969 618
Vlastné imanie	1 254 445	1 419 007	1 442 949	1 498 185	1 510 283
Základné imanie	1 228 175	1 228 175	1 228 175	1 228 175	1 228 175
Ostatné kapitálove fondy	445 000	445 000	445 000	445 000	445 000
Zákonný rezervný fond	8 324	12 963	21 191	22 388	25 150
Výsledok hospodárenia minulých rokov	-519 824	-431 692	-275 359	-252 614	-200 140
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po	92 770	164 561	23 942	55 236	12 098
Záväzky	590 389	330 624	304 394	342 763	459 335
Dlhodobé záväzky	1 801	1 897	1 330	771	0
Dlhodobé bankové úvery	171 000	87 000	3 000	0	80 000
Krátkodobé záväzky	318 800	121 591	212 480	337 362	331 000
Záväzky z obchodného styku	91 302	61 322	171 917	302 597	306 000
Záväzky voči spoločníkom a združeniu	200 000	40 000	21 874	13 124	0
Záväzky voči zamestnancom	15 811	9 398	9 719	10 003	12 000
Záväzky zo sociálneho poistenia	8 093	6 263	6 599	6 802	7 000
Daňové záväzky a dotácie	3 594	4 608	1 719	4 650	6 000
Iné záväzky			652	186	
Krátkodobé rezervy	14 788	36 136	3 584	4 630	5 255
Bežné bankové úvery	84 000	84 000	84 000	0	20 000
Krátkodobé finančné výpomoci	0	0	0	0	23 080
Časové rozlíšenie	0	1	0	0	0

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa konzultácií s manažmentom pre rok OS 2017 Účtovných závierok 2013 - 2016

V tabuľke č. 4 nasledujúcej strane sú zobrazené výkazy ziskov a strát spoločnosti AE SK spolu s odhadom skutočnosti pre bežný rok:

Tabuľka č.4: Výkaz ziskov a strát (v €) 2013 – OS 2017

Výkaz Ziskov a strát	2013	2014	2015	2016	os 2017
Čistý obrat	1 570 771	1 664 319	1 409 601	1 926 556	2 056 000
Výnosy z hospodárskej činnosti	1 766 861	1 929 581	1 442 550	2 036 441	2 103 500
Tržby z predaja tovaru			463	6 706	12 000
Tržby z predaja výrobkov	1 570 771	1 653 942	1 408 711	1 886 082	2 039 404
Tržby z predaja služieb	0	10 377	427	571	1 500
Zmena stavu zásob	2 083	-4 682	-13 027	106 239	596
Tržby z predaja majetku	61 274	30 898	24 151	10 596	15 000
Ostatné výnosy	132 733	239 046	21 825	26 247	35 000
Náklady na hospodársku činnosť	1 650 597	1 745 115	1 408 679	1 975 602	2 083 900
Predaný tovar			463	5 378	10 000
Spotreba materiálu a energie	791 515	866 360	750 389	1 120 904	1 240 000
Služby	251 541	297 321	297 414	480 173	406 000
Osobné náklady	325 204	407 395	213 567	225 204	227 000
Dane a poplatky	6 913	7 145	7 417	8 230	10 000
Odpisy	179 486	119 109	114 127	117 713	114 875
Zostatková cena predaného majetku a materiálu	58 258	29 928	14 691	9 156	10 000
Ostatné náklady	37 680	17 857	10 611	8 844	66 025
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	116 264	184 466	33 871	60 839	19 600
Pridaná hodnota	529 798	495 956	348 308	393 143	397 500
Výnosy z finančnej činnosti	11	11	5	2	10
Výnosové úroky v rámci skupiny	11	11			
Ostatné výnosové úroky			5	2	10
Náklady na finančnú činnosť	23 503	16 825	7 053	2 725	4 100
Nákladové úroky IC	23 112	16 371			
Nákladové úroky			6 673	2 346	3 600
Ostatné finančne náklady	391	454	380	379	500
VH z finančnej činnosti	-23 492	-16 814	-7 048	-2 723	-4 090
EBT	92 772	167 652	26 823	58 116	15 510
Daň z príjmov	2	3 091	2 881	2 880	3 412
Daň z príjmov splatná	2	3 091	2 881	2 880	3 412
Daň z príjmov odložená					
EAT	92 770	164 561	23 942	55 236	12 098

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa výkazov v registri účtovných závierok

4.1.1 Horizontálna analýza podniku

V tejto kapitole uskutočníme finančnú analýzu na základe údajov získaných z účtovných závierok za roky - 2013, 2014, 2015, 2016 a očakávanej skutočnosti roku 2017).

V práci sme uskutočnili finančnú analýzu ex post, ktorá nám vypovedá o doterajšom vývoji spoločnosti. Na základe tabuľky č.2 vieme odvodiť, že sa jedná výrobný podnik, pretože má značnú časť majetku vo forme neobežného majetku. Až 63,32 % aktív je neobežný majetok. Ten klesal medziročne len o -7,96 % čo bolo spôsobené hlavne odpismi a odpredajom majetku vo výške 9 tis. eur.

Z dlhodobého majetku tvorí až 99 % dlhodobý hmotný majetok. Softvér je zanedbateľnou položkou, aj keď medziročne jeho netto hodnota vzrástla o 291 % z čoho je možné odvodiť vylepšovanie informačných a kontrolných systémov podniku. Z hmotného majetku je najvýznamnejšou položkou budova (76,14 % z hmotného majetku) a pozemky 14,65 % hmotného majetku. Medziročne hodnota stavieb klesla o 8,47 %, čo korešponduje s medziročným poklesom 2014/2015 na základe čoho odhadujeme, že sa jedná iba o odpis danej budovy, s prípadnými technickými zhodnoteniami budovy.

Naopak súbory hnutelných vecí tvoria len približne 9,22 % hmotného majetku. Pokles o 14,86 %, čo je v porovnaní s predchádzajúcim rokom (1,17 %) značný a súvisí s tým, že v roku 2016 sa neinvestovalo v takej miere ako v roku 2015, kedy sa začala príprava na spustenie dvojzmennej prevádzky, ktorá funguje od marca 2016. V OS 2017 sa investovalo do obnovovania hnutelného majetku čím sa zvýši v OS 2017 jeho podiel na 19,24 % z dlhodobého hmotného majetku.

Vzhľadom na to, že sa jedná o výrobný podnik súdime, že pokiaľ sa jedná o súbory hnutelných vecí, ide investične o veľmi náročnú oblasť. Väčšina zariadení je už zväčša odpísaných a preto očakávame postupné obnovovacie investície do zariadení všetkých kategórií, medzi ktorými sa nájdú aj investične náročnejšie položky.

Obežný majetok tvorí 36,57 % celkových aktív. Z toho hlavnú časť tvoria zásoby až 49,74% obežného majetku. Zásoby medziročne vzrástli o 58,34 %, čo v tomto prípade nehodnotíme až tak negatívne, aj keď vzhľadom na rast čistého obratu o 36,67 % by ich vývoj mal korelovať viac paralelne. Pre OS 2017 tvoria zásoby po raste 5,25 % z obežného majetku 48,54 %.

Zo zásob tvorila nedokončená výroba 27,30 %, ktorá medziročne rástla o 260,07 %. Je možné, že za týmto nárastom mohol byť aj nárast objednávok, ktoré nestihli byť

dokončené pred koncom roka tak, aby stavebné spoločnosti boli pripravené na ďalšiu sezónu. Zásoby materiálu stále tvoria okolo 60 % celkových zásob aj keď rástli o 8,4 %. Pre očakávanú skutočnosť 2017 predikujeme rast zásob o 8,42 %. Ich podiel na obežnom majetku by mal zostať približne na rovnakej úrovni ako v roku 2016.

Krátkodobé pohľadávky vzrástli v roku 2016 o 30 % čo hodnotíme pozitívne, pretože korelujú s tržbami (36,57 %), takisto stúpali aj krátkodobé záväzky (58,77 %), ktoré by tiež mali mať podobný vývoj ako tržby. Napriek tomu to nehodnotíme negatívne pretože spoločnosti sa zrejme flexibilitou manažmentu a vyjednávaním, podarilo predĺžiť splatnosti záväzkov spoločnosti, čiže zatiaľ je ich doba úhrady dlhšia ako doba inkasa pohľadávok, ako budeme rozoberať v analýze aktivity. V roku 2017 sa pracovalo na zlepšení ich inkasa, preto OS 2017 pohľadávky rástli len o 15 %. Do budúcnosti v spoločnosti stanovujeme cieľ na urýchlenie inkasa. Bližšie informácie sú dostupné v časti ***Zámery a ciele.***

Finančné účty tvoria len cca 3,47 % obežného majetku. Medziročne 2015/2016 došlo k miernemu poklesu o 2,24 %. Spoločnosť využila svoje peňažné toky na splatenie úverov. Hodnotíme pozitívne, že spoločnosť sa snaží držať minimálne peňažné prostriedky kvôli efektívnosti, ale v časti práce pojednávajúcej o likvidite si rozoberieme aj potenciálne hrozby s tým spojené. V OS 2017 by mali finančné účty poklesnúť ešte o približne 2 percentuálne body.

Na základe tabuľky č. 3 môžeme povedať, že spoločnosť má jednoznačne prevládajúci zdroj krytia vlastné imanie, ktoré tvorí 81,38 % celkových zdrojov, pričom predpokladáme, že tento pomer klesne o vyše 7 percentuálnych bodov. Na jednej strane je to znakom finančne stabilného podniku, na druhej strane podnik takéhoto typu by si mohol dovoliť väčšiu zadlženosť aj na úrovni do 60 %. Vlastné imanie (VI) medziročne 2015/2016 vzrástlo o 3,83 %, v predchádzajúcom období rast o 1,7 %, pričom sledujeme, že podnik pomaly znižuje neuhradenú stratu minulých rokov. Spoločnosť očividne presadzuje politiku toho, že akumulované prostriedky ponecháva v podnikaní namiesto toho, aby sa zadlžovala. Keďže pre rok 2017 očakávame nízky výsledok hospodárenia celkový rast VI neočakávame vyšší ako 1 %.

Záväzky tvoria len 18,62 % čo je spôsobené miernym rastom záväzkov o 12,61 %. Prevažnú časť tvoria krátkodobé záväzky 98,42 %. Spoločnosť splatila úver, ktorý v predchádzajúcom období tvoril 27,60 % záväzkov. Podiel záväzkov na zdrojoch financovania sa zvýšil približne o 7 percentuálnych bodov čo značí zlepšenie vyjednávacej pozície v súvislosti s dobami splatností.

Z takejto štruktúry zdrojov krytia vyplýva, že ak by spoločnosť potrebovala preklenúť dočasný nedostatok finančných prostriedkov, či už na splácanie záväzkov z obchodného styku alebo investičnú príležitosť, ktorákoľvek banka by bola ochotná poskytnúť, či už krátkodobý úver vo forme kontokorentu, alebo aj dlhodobý investičný úver v prípade potreby ďalších investícií. V dlhodobom horizonte budeme počítat' s financovaním viacerých investičných projektov úvermi.

Rovnako ako štruktúra majetku aj štruktúra výnosov a nákladov vo výkaze ziskov a strát nám hovorí, že spoločnosť je výrobná. Až 92,62 % výnosov je z predaja vlatných výrobkov. Výnosy spoločnosti sú hlavne z predaja vlastných výrobkov a služieb, pričom v poslednom roku spoločnosť začala predávať aj tovary, ktoré prispeli k výnosom vo výške 0,33 % čo je momentálne zanedbateľné.

V poslednom roku rástli tržby z vlastných výrobkov a služieb približne o 34 %. Celkové výnosy z hospodárskej činnosti rástli o 41,17 % zatiaľ čo náklady z hospodárskej činnosti rástli 40,25 % čo hodnotíme pozitívne pretože rástli aj keď len mierne pomalšie ako výnosy. Čistý obrat rástol o 36,67 %. Z údajov, ktoré máme k dispozícii momentálne vieme odhadnúť čistý obrat pre OS 2017 na úrovni 2 056 tis. €, pričom rastú najmä tržby z predaja výrobkov v absolútnych číslach, pretože percentuálne je nárast len niečo vyše 2 %.

Najväčšiu položku nákladov tvoria materiálové náklady, predstavujúce 56,74 % pričom rástli o 49,38 %. Za rok 2017 rástli omnoho výraznejším tempom ako výnosy pretože Európska únia uvalila embargo na čínsku čiernu oceľ, čo vyvolalo rast ceny tejto komodity z približne 40 až 50 centov na 70 až 80 centov. Keďže marže nemôžu byť tak flexibilne prispôbované, pretože veľa zákaziek je objednaných v časovom predstihu, sa tento nárast odrazí na nízkom kladnom výsledku hospodárenia v OS 2017. Vysoký podiel na nákladoch majú ešte služby vo výške 24,31 % s nárastom 61,45 %, čo súvisí s rastom hospodárskej aktivity spoločnosti, ktorá momentálne funguje na dvojzmennej prevádzke a ďalších zamestnancov získava prostredníctvom agentúry. Náklady na ostatné služby sa však podarilo mierne znížiť, takže pre OS 2017 očakávame pokles 15,45 %.

Odpisy tvoria 6 % z nákladov a ich výška sa medziročne zvýšila o približne 3,14 %, čo potvrdzuje to, že spoločnosť neustále vykonáva minimálne obnovovacie investície, čo platí aj pre rok 2017, kedy sa obstarali a zaradili položky nový žeriav, rolovačka, zväračky, prístrešok a ďalšie položky v celkovej hodnote 190,5 tis. €. V OS 2017 je vyčíslená hodnota úrokov 3,6 tis. € za čerpaný úver 120 tis. € pri úrokovej sadzbe 3,00 % p.a.

V tejto časti plynule prechádzame do analýzy ex post, ktorú vypracujeme pomocou ukazovateľov popísaných v teoretickej časti práce.

4.1.2 Finančná analýza

Ukazovatele likvidity zobrazené v uvedenej tabuľke č. 5 a graf č. 1 ukazujú, že spoločnosť prešla vcelku pozitívnym vývojom. Od roku 2013, kedy bola likvidita 3. stupňa na úrovni 0,92 čo súvisí aj z ukazovateľom čistého pracovného kapitálu, ktorý bol v záporných hodnotách, spoločnosť kryla dlhodobé aktíva krátkodobými zdrojmi, čo bola vcelku riziková situácia.

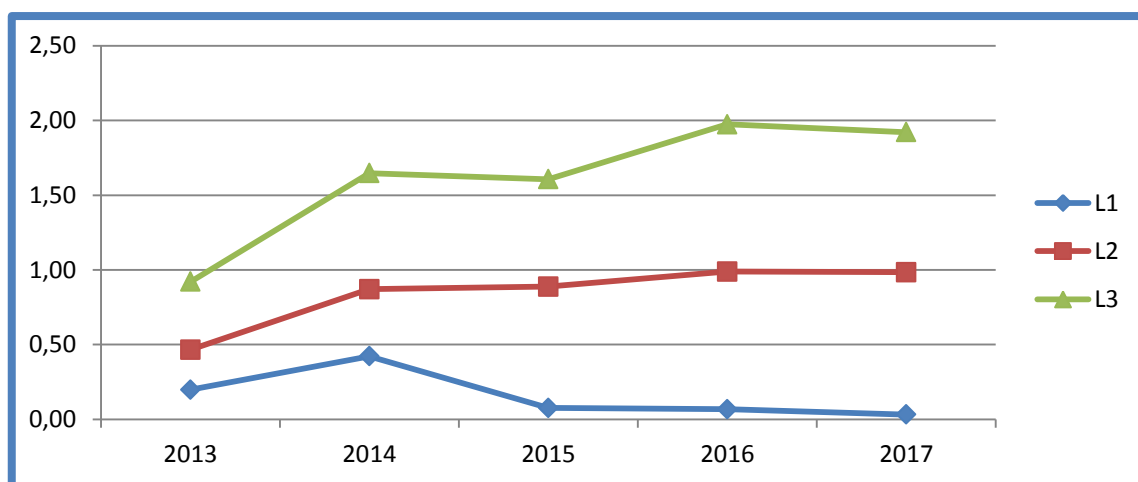
Tabuľka č.5: Vývoj likvidity 2013 – 2017 AE SK

	2013	2014	2015	2016	OS 2017
L1 Hotovostná likvidita	0,20	0,42	0,08	0,07	0,03
L2 Bežná likvidita	0,47	0,87	0,89	0,99	0,98
L3 Celková likvidita	0,92	1,65	1,61	1,97	1,92
Čistý pracovný kapitál (v €)	-32 621	156 469	182 020	333 188	372 690

Zdroj: Vlastné spracovanie

Tento stav bol spôsobený okrem iného aj vysokou neuhradenou stratou minulých období, ktorá znižovala výšku vlastného imania. Ostatné ukazovatele likvidity v danom roku boli v odporúčaných hodnotách a to <0,2 – 0,8> pre likviditu prvého stupňa a <1 – 1,5> pre likviditu druhého stupňa. Pre likviditu tretieho stupňa sa odporúča úroveň <2,0 – 2,5>. V roku 2014 došlo k výraznému zlepšeniu ukazovateľov likvidity.

Graf č. 1: Vývoj likvidity 2013 - 2017 AE SK



Zdroj: Vlastné spracovanie

Likvidita 1. stupňa poskočila na úroveň 0,42; L2 na úroveň 0,87 a L3 sa dostala na úroveň 1,65, čo znamená, že spoločnosť vytvorila čistý pracovný kapitál. Toto vnímame

pozitívne napriek tomu, že L2 a L3 ešte nedosiahli odporúčané hodnoty. Za týmto vývojom bol hlavne vysoký výsledok hospodárenia na úrovni 165 tis. €, ktorý spôsobil značné zníženie neuhradenej straty minulých období a tým, zvýšenie vlastného imania. Tento výsledok hospodárenia bol spôsobený vysokými ostatnými výnosmi, ktorými boli prefakturácia nákladov na materskú spoločnosť.

Likvidita 3. stupňa odvetvia je 1,33 v čom je voči nášmu podniku ešte nižšia hodnota, pre OS 2017 ostáva AE SK nad touto úrovňou s hodnotou 1,99. Naopak L2 odvetvia je na úrovni 1,07 čo je o niečo lepšie ako v analyzovanom podniku, pričom hodnota AE SK sa veľmi nezmení ani v roku 2017 (úroveň 1,00). Môžeme však zhodnotiť, že likvidita podniku je na dobrej úrovni. Likvidita 1. stupňa sa postupne zlepšovala. Pre očakávanú skutočnosť 2017 sa však dostane pravdepodobne na úroveň 0,03, preto je potrebné stále dávať pozor a sledovať splatnosti, aby nedošlo ku krátkodobej nesolventnosti, čo by narušilo dôveru dodávateľov. Na rok 2018 si preto stanovujeme cieľ na úroveň aspoň 0,2. V roku 2016 sa teda posilnili likvidity L2 a L3, pričom obidva ukazovatele dosiahli takmer interval odporúčaných hodnôt. Pre OS nepredpokladáme výrazné výkyvy týchto hodnôt.

Ukazovatele zadlženosti nám vypovedajú o finančnej stabilite podniku a štruktúre finančných zdrojov.

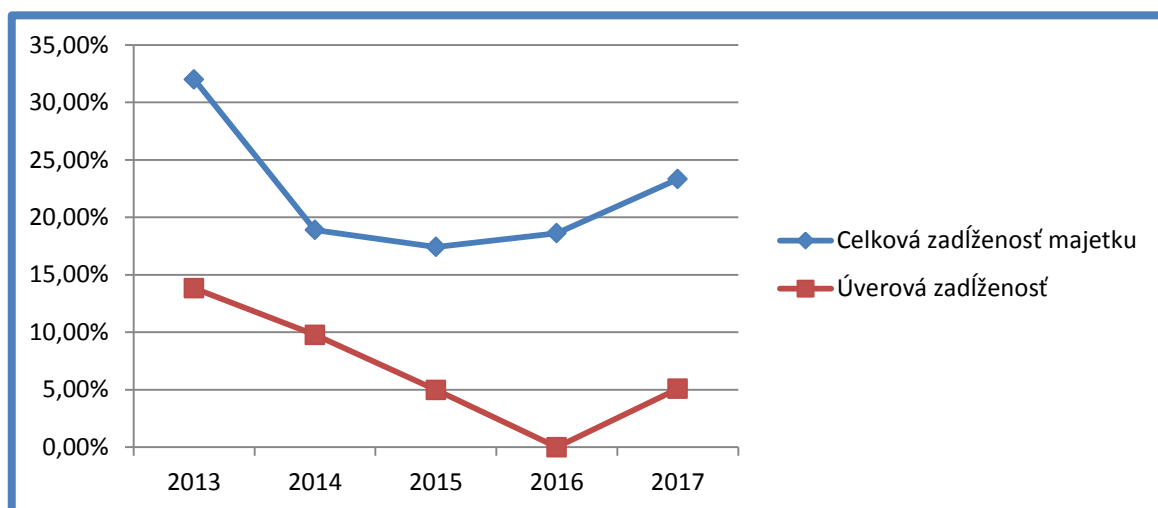
Tabuľka č.6: Ukazovatele zadlženosti 2013 – 2017 AE SK

	2013	2014	2015	2016	2017
Celková zadlženosť majetku %	32,00	18,90	17,42	18,62	23,32
Úverová zadlženosť %	13,82	9,77	4,98	0,00	5,08
Tokové zadlženie v rokoch	2,27	1,17	3,47	1,98	3,62
Finančná páka	1,47	1,23	1,21	1,23	1,30

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že celková zadlženosť sa postupne znižovala a to z 32 % v roku 2013 na 18,62 % v roku 2016. Takýto pomer je nezvyčajný pre podniky takéhoto typu, čo potvrdzuje aj medián odvetvia s mediánom 54,44 % v roku 2016. Takáto výška zadlženosti je typická skôr pre mikro účtovné jednotky, kde manažér je zároveň vlastníkom – skôr rodinný podnik. Spoločnosť by sa mohla zadlžiť na cca 50-60 %. Pre rok 2017 sa zadlženosť dostane približne na 23 %. Pre väčšiu prehľadnosť uvádzame nasledovný graf.

Graf č. 2: Vývoj zadlženosti 2013 - 2017 AE SK



Zdroj: Vlastné spracovanie

AE SK je z dlhodobého hľadiska omnoho finančne stabilnejší ako ostatné podniky v odvetví, ale využíva na krytie svojho majetku hlavne vlastné zdroje, ktoré sú vo všeobecnosti považované za drahšie. V OS 2017 stúpne aj úverové zadlženie, keďže spoločnosť bude financovať časť investícií vo výške 120 tis. €, časť cez krátkodobé finančné výpomoci (od materskej spoločnosti) 23 tis. €.

Tokové zadlženie hovorí o tom, koľko rokov bude trvať, kým podnik z bilančného CF splatí svoje dlhy. V poslednom roku sa tento ukazovateľ znížil na 1,98 roka aj vďaka tomu, že došlo k výraznému rastu zisku o 130,71 % z 24 tis. € na 55 tis. €. Táto doba je podstatne lepšia v porovnaní s dobou, ktorá je mediánom v odvetví na úrovni 3,2 roka. V roku 2017 sa dostávame na úroveň 3,62 roka, kvôli nízkemu výsledku hospodárenia.

Finančná páka nám vlastne vypovedá iným spôsobom o zadlženosti. Keďže sa jedná o vzorec *Aktíva/Vlastné imanie*, tak výsledok hovorí, že aktíva sú 1,23 násobne vyššie ako vlastný kapitál, čo indikuje už spomínanú nízku mieru zadlženosti. V poslednom roku zadlženosť mierne stúpila čo indikuje aj finančná páka 1,30. Všeobecným trendom je však zvyšovanie vynakladania vlastných zdrojov na krytie majetku. Do budúcnosti si spoločnosť stanoví cieľ zvýšiť zadlženosť na úroveň 30 % v roku 2018, pretože na jednej strane je podnik, s takýmto financovaním, stabilný, ale na druhej strane vzhľadom na to, že cudzí kapitál je lacnejší, podnik by mohol zvážiť relokáciu prostriedkov a zvýšenie miery financovania cudzími zdrojmi.

Analýzu rentability sme vykonali pomocou troch základných ukazovateľov. Rentabilitu aktív (ROA), rentabilitu vlastného imania (ROE) a rentabilita tržieb (ROS).

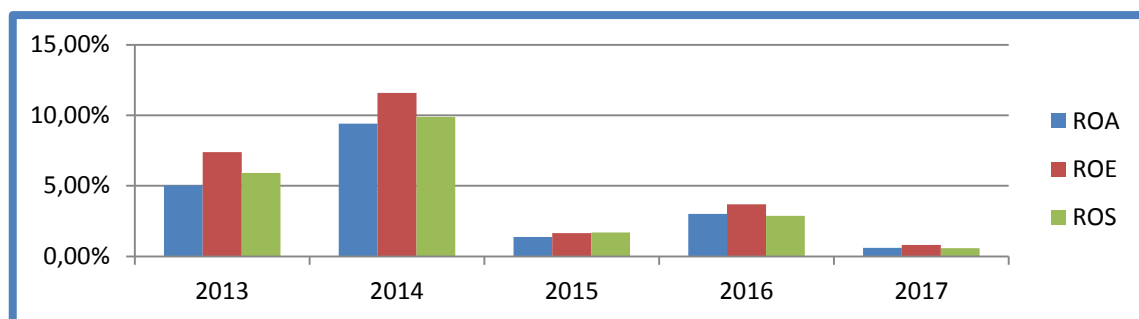
Tabuľka č.7: Rentabilita 2013 – 2017 AE SK

Rentabilita	2013	2014	2015	2016	2017
Rentabilita aktív (v %)	5,03	9,41	1,37	3,00	0,60
Rentabilita vlastného imania (v %)	7,40	11,60	1,66	3,69	0,80
Rentabilita tržieb (v %)	5,91	9,89	1,70	2,87	0,59

Zdroj: Vlastné spracovanie

Rentabilita aktív je v roku 2016 na úrovni 3,00 % čo je pomerne nízka hodnota aj keď došlo k zlepšeniu v porovnaní s predchádzajúcim rokom. V porovnaní s predchádzajúcimi rokmi je nižšia, no napriek tomu v porovnaní s obdobím za rok 2015 mierne vzrástla, ale vzhľadom na dôvody uvedené v časti Horizontálna analýza rentabilita aktív klesne na úroveň približne 0,60 %.

Graf č. 3: Vývoj rentability 2013 - 2017 AE SK



Zdroj: Vlastné spracovanie

Porovnaním s odvetvím zistujeme, že podnik má nízku rentabilitu vlastného imania len 3,69 % voči 7,15 % a samozrejme rovnako ako ROA aj ROE klesne, na úroveň 0,80 %. Je to spôsobené aj tým, že podnik má vysoké vlastné imanie a nízku zadlženosť. Naopak rentabilitu tržieb má za rok 2016 na lepšej úrovni 2,87 % v porovnaní s odvetvím, ktoré má rentabilitu tržieb len 2,11 %. To vypovedá o mierne lepšej schopnosti podniku tvoriť zisk z tržieb ako u odvetvových konkurentov. No aj táto rentabilita, poklesne pretože spoločnosť bude mať vyšší obrát o 9,91 %, ale materiálové náklady tiež rastú tempom 10,62 %.

Ďalej sa pozrieme na vývoj ukazovateľov aktivity a to doby obratu položiek pracovného kapitálu a záväzkov.

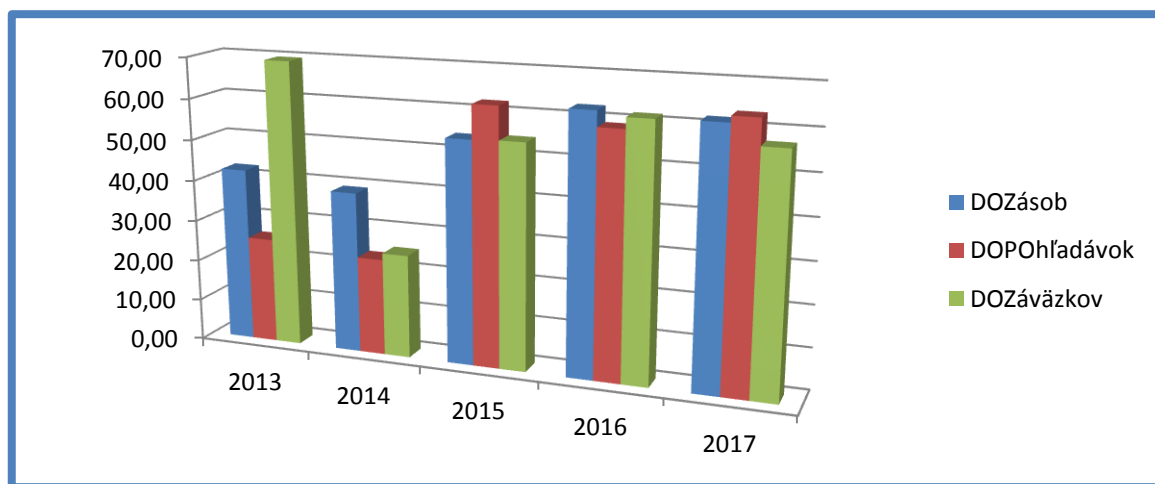
Tabuľka č.8: Vývoj ukazovateľov aktivity 2013 - 2017 AE SK

Ukazovateľ aktivity	2013	2014	2015	2016	2017
DO Zásob v dňoch	42,40	39,12	54,01	62,57	61,71
DO Pohľadávok v dňoch	25,61	23,44	62,21	58,83	63,22
DO Záväzkov v dňoch	95,71	52,29	76,63	63,91	587,08
Obrat majetku (počet obrátok v tržbách)	0,85	0,95	0,81	1,05	1,04

Zdroj: Vlastné spracovanie

Prvým ukazovateľom je doba obratu zásob, ktorá vypovedá o čase, počas ktorého je viazaný kapitál v zásobách. Vidíme, že trend v riadení zásob bol pozitívny. V roku 2014 sa skrátila táto doba o 3 dni. No v roku 2015 narástla až o 15 dní, čo súvisí zrejme s prechodom na dvojzmennú prevádzku a v roku 2016 narástla na 62,57 dňa, čo však súvisí s rastom tržieb. V roku 2017 bude doba obratu zásob na úrovni 61,71 dňa.

Graf č. 4: Vývoj ukazovateľov aktivity 2013 – 2017 AE SK



Zdroj: Vlastné spracovanie

Doba obratu pohľadávok v odvetví je však rýchlejšia na úrovni 43,35 dňa. Doba obratu pohľadávok sa skrátila približne o 3,5 dňa na 58,83 dňa v roku 2016, ale v roku 2017 bude vyššia na úrovni približne 62 dní. Pozitívne je, že doba obratu záväzkov je na úrovni približne 61 dní a je kratšia ako doba obratu pohľadávok, čo by mohlo pri danej likvidite spôsobiť problémy s platobnou neschopnosťou. Je nutné upozorniť na to, že doba obratu záväzkov v OS 2017 je približne na 57 dňoch, čo v porovnaní s dobou obratu pohľadávok upozorňuje na možnú hrozbu technickej platobnej neschopnosti. Do budúcnosti sa budeme snažiť dostať dobu obratu pohľadávok pod úroveň doby obratu záväzkov.

Posledným ukazovateľom je obrat majetku, ktorý vyjadruje, že v poslednom roku na 1 € majetku pripadalo 1,05 € tržieb, čo hodnotíme pozitívne. Majetok sa točí pomalšie ako sa generujú tržby. Za OS 2017 sa hodnota tohto ukazovateľa mierne zníži na 1,04.

V rámci finančnej analýzy sme sa rozhodli uskutočniť aj **analýzu „ex ante“**, aby sme odhadli smerovanie vývoja spoločnosti do nasledujúcich rokov.

Použili sme dve metódy popísané v teórii:

- Králičkov Quick Test, resp. Rýchly Test
- Altman Z skóre pre výrobné podniky, ktoré nemajú akcie kótované na burzách

V tabuľke č.9 sú zobrazené výsledky výpočtu jednotlivých ukazovateľov Quick testu.

Tabuľka č.9: Quick Test 2013 - 2017 AE SK

Rýchly test	Hodnoty				
	2013	2014	2015	2016	2017
Vlastný Kapitál/aktíva (v %)	68	81	83	81	77
(Dlhy - finančné účty)/ bilančný Cashflow (Zisk + Odpisy) (v rokoch)	1,86	0,81	2,04	1,85	3,52
CF (bilančný)/výkony (v %)	17	17	6	9	6
EBIT/Aktíva (v %)	5,03	9,58	1,92	3,28	0,79
Suma:	-	-	-	-	-

Zdroj: Vlastné spracovanie

Na základe Rýchleho testu hodnotíme podnik, ako veľmi dobrý a stabilný v roku 2016 si udržal bodové hodnotenie.

- Podiel vlastného imania na celkových aktívach stúpa každým rokom. V poslednom sledovanom roku je na úrovni 81 %, zatiaľ čo odvetvový medián je na úrovni 39,72 %. V OS 2017 spoločnosť zníži tento ukazovateľ na približne 77 %.
- Tokové zadlženie v poslednom roku kleslo na 1,85 roka z dôvodu nižšieho zisku a tým aj bilančného cashflow-u. Porovnateľné je to u odvetvia, kde sa hodnota pohybuje na 3,2 rokov v roku 2016. Na rok 2017 prekročí spoločnosť túto hranicu s hodnotou 3,52 roka.
- Rovnako aj podiel bilančného cashflow-u na celkových výkonoch vzrástol na 9 %. Medián odvetvia je v tomto prípade opäť raz nižší na úrovni 5,11 %. Za rok 2017 spoločnosť vykáže tento ukazovateľ v hodnote 6 %.
- Ukazovateľ rentability počítanej cez EBIT medzироčne vzrástol aj kvôli zvýšenej aktivite. Odvetvie však dosahuje medián tohto ukazovateľa len 3,45 %. Pre OS 2017 vzhľadom na slabý výsledok hospodárenia dosiahne podnik len 0,79 %.

Tabuľka č.10: Bodové hodnotenie Quick Testu 2013 – 2017 AE SK

Body:				
2013	2014	2015	2016	2017
4	4	4	4	4
3	4	4	4	3
4	4	2	3	2
1	2	1	1	1
12	14	11	12	10

Zdroj: Vlastné spracovanie

Podnik získal v roku 2016 12 bodov zo 16, čo je veľmi pozitívne hodnotenie a indikuje dobrú finančnú situáciu. Pre rok 2017 poklesne hodnotenie na 10 bodov, čo je však stále v poriadku, pretože podnik získa 63,50 % celkového možného hodnotenia.

Preto, aby sme čo najviac zobjektívili výsledky „ex ante“ analýzy sme sa rozhodli použiť ešte jeden model a spôsob na predvídanie budúceho smerovania podniku a to model **Altman Z** upravený pre podniky, ktoré nie sú kótované na burze. V nasledujúcej tabuľke prezentujeme výsledky daného modelu:

Tabuľka č.11: Vývoj ukazovateľov Altman Z skóre 2013 – 2017 AE SK

Ukazovateľ	2013	2014	2015	2016	2017
x1 – ČPK / celkový kapitál	-0,02	0,09	0,10	0,18	0,18
x2 – nerozdelený zisk / celkový kapitál	-0,28	-0,25	-0,16	-0,14	-0,10
x3 – zisk pred zdanením a úrokmi / celkový kap.	0,15	0,10	0,05	0,03	0,01
x4 - trhovú hodnotu vlastného kapitálu / cudzí kap.	2,12	4,29	4,74	4,37	3,29
x5 – tržby / celkový kapitál	0,85	0,95	0,81	1,05	1,04
Suma:	1,97	3,14	2,90	3,00	2,49
Stav podniku:	Šedá zóna	Dobrá finančná situácia	Dobrá finančná situácia	Dobrá finančná situácia	Šedá zóna

Zdroj: Vlastné spracovanie

- Ukazovateľ x1 – je ukazovateľom, ktorý nám vypovedá o likvidite podniku. Vidíme, že tá postupne rastie. Je to likvidita v inom ponímaní ako likvidity, ktoré sme už rozoberali. Hodnotíme však pozitívne jej rast.
- Ukazovateľ x2 – je dlhodobá rentabilita. Aj tento ukazovateľ postupne narastá a to tým, že znižuje neuhradenú stratu minulých období. V budúcnosti očakávame postupné znižovanie straty minulých období.
- Ukazovateľ x3 – je rentabilita počítaná cez EBIT.
- Ukazovateľ x4 – je vlastne inou matematickou interpretáciou finančnej páky. Vypovedá nám o vysokej dlhodobej stabilite podniku. Rast zadlženosti spolu

s poklesom ziskovosti je zodpovedný za to, že sa podnik dostane pre rok 2017 do šedej zóny.

- Ukazovateľ x_5 – je ukazovateľom obratu aktív, ktorý nám hovorí, že v poslednom roku 2016 sa majetok otočil v tržbách 1,05 násobne, čo značí, že sa zrýchľuje jeho obrátka medziročne až o 24 %, čo hodnotíme veľmi pozitívne. Pre rok 2017 sa obrat aktív spomalí kvôli ich rastu.

Taktiež ako je uvedené v tabuľke č.11 podnik sa dostal zo „šedej zóny“ (interval $1,2 < Z' \leq 2$) do stabilnej situácie s dobrým výhľadom (interval $2,9 < Z'$). Pre úplnosť informácií – podnik sa v sledovanom období nedostal do zóny, kde hrozí bankrot (interval $Z' < 1,2$). Altman Z skóre odvetvia je na úrovni 2,84 čo je porovnateľné s našim podnikom, ale o niečo slabšie. Pre rok 2017 sa podnik dostane podľa hodnotenia Altman Z skóre do šedej zóny.

Na základe týchto dvoch analýz hodnotíme celkovú situáciu ako priaznivú rovnako ako budúcnosť. Podnik by mal zachovať princíp „Going concern“ čo znamená, že bude schopný pokračovať vo svojej činnosti.

4.2 Zámery a ciele

V tejto časti si na základe výsledkov finančnej analýzy a analýzy SWOT, ktorú nájdete v prílohe D – Pasport okolia podniku, určíme ciele krátkodobé a dlhodobé.

4.2.1 Krátkodobé ciele do jedného roka

Spoločnosť dlhodobo vytvára čistý pracovný kapitál, ktorý sa zatiaľ drží v akceptovateľnej úrovni do 100 % krytia zásob, čo už samo osebe je príliš vysoké financovanie krátkodobých zložiek majetku dlhodobými zdrojmi. V očakávanej skutočnosti bežného obdobia však túto hranicu spoločnosť prekročí a dostane sa na úroveň 99,20 % čo znamená, že je ešte v akceptovateľnej úrovni. Takéto nastavenie je neefektívne, pretože dlhodobé zdroje sú drahšie ako krátkodobé. V nadväznosti na to je dlhodobým cieľom spoločnosti znižovať čistý pracovný kapitál na takú úroveň, ktorá pokrýva trvalú potrebu zásob, čo je stanovené na úrovni 50 %. Plánom je dostať ČPK na úroveň 90 %, krytia zásob.

V súvislosti s neefektívnym viazaním dlhodobých zdrojov v krátkodobom majetku sme vo finančnej analýze identifikovali neprimerane nízku zadlženosť vzhľadom na odporúčanú hladinu a aj vzhľadom na porovnanie s podnikmi v odvetví. Preto si stanovujeme cieľ zvýšiť zadlženosť na 30 %.

Po očakávanej skutočnosti, v ktorej je identifikovaná rentabilita tržieb na úrovni 0,59 %, ktorej jednorazový prudký pokles sme vysvetlili v predchádzajúcich kapitolách. V roku 2018 sme si stanovili za cieľ dosiahnuť rentabilitu tržieb na úrovni 3 %.

Na základe finančnej analýzy sme identifikovali hrozbu okamžitej, resp. technickej platobnej neschopnosti a rozhodli sme sa stanoviť za cieľ zvýšenie pohotovej likvidity aspoň na úroveň odporúčanú odbornou literatúrou čo je 0,2.

Taktiež naším ďalším cieľom je zrýchliť dobu inkasa pohľadávok na 58 dní čo je komplementárnym cieľom pre zvýšenie likvidity 1. stupňa. Súčasná doba inkasa pohľadávok je na úrovni 58,83 dňa (OS 2017 -> 63 dní) pričom doba úhrady záväzkov je 58,83 dňa (OS 2017 -> 57,08 dňa). Dôležité je pri tomto celi zachovať dobu úhrady záväzkov na súčasnej úrovni.

4.2.2 Dlhodobé ciele

V dlhodobom horizonte je pre spoločnosť dôležité vyrovnať sa s hrozbou nedostatku kvalifikovanej a zručnej remeselnej pracovnej sily. Cieľom je získať a udržiavať takýchto pracovníkov tak, aby spoločnosť mohla aj naďalej vykonávať svoju výrobnú činnosť. To je možné dosiahnuť dlhodobou spoluprácou so školami pri vzdelávaní a získavaní kvalifikovaných ľudí, prijatím na praktickú výučbu zvaračov a spracovateľov kovov. Taktiež zavádzať firemné benefity, ako napríklad vstup 1-x týždenne na mestskú plaváreň pre zamestnancov. Čo zvýši spokojnosť a podporí produktivitu zamestnancov.

Zvyšovať celkovú produktivitu firmy a efektivitu nakladania s materiálmi a energiami je ďalší cieľ, ktorý by vedenie spoločnosti chcelo dosiahnuť zakúpením novej robotickej technológie, ktorá zaručí v neposlednom rade šetrenie času a zníži aj potrebu ľudskej pracovnej sily. Taktiež ďalšie obnovovacie a rozširovacie investície realizované priebežne v ďalších obdobiach by mali prispieť k realizácii tohto cieľa.

Zvyšovanie kvality práce spoločnosti udrží dobré meno spoločnosti Arden Equipment, ktorá je už teraz podľa slov vedenia spoločnosti, považovaná za „Mercedes medzi nakladacími lyžicami“.

Skracovanie času na dodanie produktov odberateľom, zvýšením pružnosti výroby, tým, že sa outsourcujú niektoré činnosti a diverzifikujú dodávatelia.

Jedným z cieľov je príprava podniku na prevzatie výroby materskej spoločnosti, ktorá sem chce presunúť svoju výrobnú časť v horizonte 10 rokov. Začne sa s výstavbou budovy a postupným presúvaním jednotlivých zariadení a ich prevádzaním pod kompetencie AE SK.

4.3 Investičný projekt

V záujme zvýšenia efektívnosti činnosti spoločnosti sa spoločnosť rozhodla investovať do automatizácie produkcie a navrhla dva varianty investičného projektu.

4.3.1 Návrh a charakteristika investičného projektu

Spoločnosť sa chystá uskutočniť investíciu v priebehu roku 2018, ktorej finančné aspekty sa zobrazia v účtovnej závierke k 31. decembru 2018. Táto investícia je zameraná na robotizáciu – konkrétne sa jedná o dva investičné varianty robotických ramien určených na automatizované zváranie lyžíc.

Účelom týchto robotov je vyrovnať sa s nedostatkom kvalifikovaných zvaračov a zvýšenie presnosti a zníženie nepodarkovosti, ktorá je v súčasnosti na úrovni priemerne 0,5 % za rok 2017. Predtým v roku 2016 na úrovni 2 %.

Tabuľka č.12: Varianty investičných projektov

Parametre	Variant B - ES280D	Variant A - ES200RN-120S
Controler robota	DX100	DX100
Integrovaná kabeláž	Áno	Áno
Počet osí	6	6
Maximálna nosnosť	280 kg	120 kg
Maximálny dosah	2 446 mm	4 004 mm
Presnosť robota	+/- 0,02 mm	+/-0,02 mm
Metóda zvárania	Odporový	Odporový
Poznámka	Univerzálny robot	Univerzálny robot
Rýchlosť zvárania	150 mm/minútu	120 mm/minútu

Zdroj: Vlastné spracovanie

Do úvahy prichádzajú dva rôzne roboty od dvoch rôznych bližšie nešpecifikovaných spoločností. Variant A je robot od slovenskej spoločnosti, ktorá ho v podstate ešte vyvíja a doladzuje. Variant B je zahraničný robot, ktorý je plne funkčný a momentálne na vyššej kvalitatívnej úrovni.

Variant A je robotické rameno na zváranie v cene 90 000 €. Doprava ramena by stála 700 €. Príplatok za paušálny servis bude stáť 800 €. Ostatné výdavky súvisiace so zaškolením zamestnancov, potiahnutím kabeláže a implementovaním zariadenia sa vyšplhajú na 1 800 €.

Tabuľka č.13: Kapitálové výdavky pre oba varianty

	Variant A	Variant B
Cena zariadenia	90 000 €	180 000
Doprava	700 €	2 000
Paušálny servis	800 €	1 500
Ostatne výdavky	1 800 €	3 000
Spolu	93 300 €	186 500

Zdroj: Vlastné spracovanie

Zariadenie variantu A je podľa technických parametrov vybavené integrovanou kabelážou. Počet osí má 6, presnosť robota +/-0,02 mm s dosahom vyše štyroch metrov. Je to univerzálny robot s odporovou metódou zvarovania. Jeho nosnosť je však len 120 kg čo môže byť pri väčších lyžiciach problémom.

Zariadenie, ktoré je variantom B má rovnaký počet osí – šesť a rovnakú presnosť. Má síce menší dosah 2,446 metra, ale má vyššiu nosnosť až 280 kg a lepší výkon pri zvarovaní až 150 mm za minútu v porovnaní s lacnejším variantom, pri ktorom je tento výkon len 120 mm za minútu.

4.3.2 Financovanie projektov

V tejto časti si popíšeme spôsoby financovania pre jednotlivé projekty, ktoré sa líši vzhľadom na rôznu cenu zariadení.

Pre oba projekty by sme dostali úrokovú sadzbu pri počiatočnej fixácii 3,08% p.a. Úver by spoločnosť splácala počas doby odpisovania zakúpeného strojového zariadenia, ktorá predstavuje podľa zatriedenia do účtovnej skupiny 2, v ktorej sa podľa zákona o dani z príjmov¹⁰³ odpisuje 6 rokov. Táto doba však nekorešponduje s ekonomickou životnosťou, ktorá je inžiniermi stanovená pre túto technológiu na minimálne 9 rokov. Na základe tejto doby sme počítali aj čistú súčasnú hodnotu projektu a jeho vnútorné výnosové percento.

Pre projekt variantu A je splácanie stanovené v nasledovnej tabuľke. Spoločnosť si na tento investičný projekt zoberie úver vo výške 90 tis. €, ktorý bude splácať rovnakými splátkami istiny, pričom úrok sa počíta z výšky zostatkovej istiny.

¹⁰³ Zákon o dani z príjmov č. 595/2003 Z.z.

Tabuľka č.14: Splátkový kalendár (v €) úveru pre oba varianty

Úver pre Variant A					Úver pre Variant B			
Rok	Stav úveru	Splátka	Úverové náklady	Platba	Stav úveru	Splátka	Úverové náklady	Platba
1	90 000	15 000	2 772	17 772	150 000	25 000	4 620	29 620
2	75 000	15 000	2 310	17 310	125 000	25 000	3 850	28 850
3	60 000	15 000	1 848	16 848	100 000	25 000	3 080	28 080
4	45 000	15 000	1 386	16 386	75 000	25 000	2 310	27 310
5	30 000	15 000	924	15 924	50 000	25 000	1 540	26 540
6	15 000	15 000	462	15 462	25 000	25 000	770	25 770
	Spolu	90 000	9 702	99 702	Spolu	150 000	16 170	166 170

Zdroj: Vlastné spracovanie

Pri projekte B – variantu spoločnosť zoberie úver na 150 tis. €. Splácať ho bude rovnakú dobu, rovnakými splátkami istiny za rovnakých podmienok kalkulácie úrokov ako pri projekte A.

4.3.3 Stanovenie cash flow z investície

Vychádzame z predpokladu, že robotické rameno nahradí jedno zo siedmich zväracích stanovišiek. Na celkovom výrobnom procese sa podieľajú zväracie stanovišká z $\frac{1}{4}$, čo predstavuje z výkonu bežného obdobia 500 tis. €. Každé jedno zo zväracích stanovišiek sa podieľa na tomto výkone výškou 71,5 tis. €.

Tabuľka č.15: Cash flow (v €) pre variant A

Cashflow pre Variant A									
Položky/Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tržby	95 000	99 750	104 738	109 974	115 473	121 247	127 309	133 675	140 358
Náklady	75 000	79 500	84 270	89 326	94 686	100 367	106 389	112 772	119 539
Nákladové úroky	2 772	2 310	1 848	1 386	924	462	0	0	0
EBIT	17 228	17 940	18 620	19 262	19 863	20 418	20 920	20 902	20 820
Daň 21%	3 618	3 767	3 910	4 045	4 171	4 288	4 393	4 389	4 372
EAT	13 610	14 173	14 709	15 217	15 692	16 130	16 527	16 513	16 448
Odpisy	15 550	15 550	15 550	15 550	15 550	15 550	0	0	0
PK +/-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Splátka úveru	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	15 000	0	0	0
CF	29 159	14 723	15 259	15 767	16 242	16 680	16 527	16 513	16 448

Zdroj: Vlastné spracovanie

Robotické zariadenie variantu A by podľa kalkulácií manažmentu malo byť pri fungovaní na dvojzmennej prevádzke až o 33 % efektívnejšie ako ľudská pracovná sila. Preto sme príspevok jedného klasického zväracieho stanovišťa navýšili o 33 %. Náklady na chod stroja vychádzajú z kalkulácie manažmentu spoločnosti a sú pre obidva roboty na rovnakej úrovni.

Tabuľka č.16: Cash flow (v €) pre variant B

Cashflow pre Variant B									
Položky/Rok	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tržby	115 000	120 750	126 788	133 127	139 783	146 772	154 111	161 817	169 907
Náklady	75 000	79 500	84 270	89 326	94 686	100 367	106 389	112 772	119 539
Nákladové úroky	4 620	3 850	3 080	2 310	1 540	770	0	0	0
EBIT	35 380	37 400	39 438	41 491	43 557	45 635	47 722	49 044	50 369
Daň 21 %	7 430	7 854	8 282	8 713	9 147	9 583	10 022	10 299	10 577
EAT	27 950	29 546	31 156	32 778	34 410	36 052	37 700	38 745	39 791
Odpisy	30 833	30 833	30 833	30 833	30 833	30 833	0	0	0
PK +/-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Splátka úveru	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000	0	0	0
CF	33 784	35 379	36 989	38 611	40 244	41 885	37 700	38 745	39 791

Zdroj: Vlastné spracovanie

Robotické zariadenie variantu B by malo byť až o 50 % efektívnejšie pri dvojzmennej prevádzke. Takže sme povýšili príspevok jedného klasického zvracieho stanoviska o vyše 50 %.

4.3.4 Hodnotenie efektívnosti investičných projektov

Pri hodnotení efektívnosti investičných projektov sme ako diskontnú sadzbu použili priemerné náklady kapitálu vypočítané metódou WACC.

Na stanovenie nákladov vlastného kapitálu sme použili model CAPM, v ktorom bezriziková prémie bola definovaná ako priemerný výnos z dvoch rôznych štátnych dlhopisov Slovenskej republiky na úrovni 2,5 %.¹⁰⁴ Riziková prémie bola definovaná podľa Damodarana na úrovni 6,06 %.¹⁰⁵ Koeficient Beta zadlžená, sme získali klasickým výpočtom cez Betu nezadlženú pričom sektorový koeficient na úrovni 1,04 sme identifikovali podľa Damodarana.¹⁰⁶

Tabuľka č.17: Vstupné údaje (v €) pri výpočte WACC oba varianty

Štruktúra zdrojov pre výpočet východiskového WACC	2016 ₀	2017 ₁
Vlastný kapitál	459 335	1 510 283
Cudzí kapitál z toho:	342 763	459 335
Celkový úročený kapitál	0	100 000

Zdroj: Vlastné spracovanie

¹⁰⁴ Portfólio štátnych dlhopisov dostupné na: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.htm [Dňa 01.02.2018]

¹⁰⁵ DAMODARAN, Aswath. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Január 2018, dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html [Dňa 01.02.2018]

¹⁰⁶ Koeficient beta dostupný na www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls [Dňa 01.02.2018] Engineering/Construction

V tabuľke č. 17 máme zobrazenú štruktúru zdrojov vo východiskovom roku a v plánovanom roku, ak by sme sa rozhodli pre oba investičné varianty. Následne:

1. Beta nezadlžená = 0,86

2. Beta zadlžená = 1,06

Priemerné náklady kapitálu WACC, predstavujúce diskontný faktor sú na úrovni 8,53 %. Náklady vlastného kapitálu sú pri danej finančnej štruktúre na úrovni 8,93 %.

Tabuľka č.18: Diskontovanie peňažných tokov

Variant	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Diskontná sadzba 8,53 %	1,08	1,18	1,28	1,38	1,50	1,63	1,77	1,92	2,08
Súčasná hodnota variantu A	26 868	12 500	11 938	11 366	10 789	10 209	9 321	8 581	7 876
Súčasná hodnota variantu B	35 000	33 270	31 554	29 857	28 186	26 543	21 501	19 878	18 321

Zdroj: Vlastné spracovanie

Čistá súčasná hodnota variantu A je $109\,450 - 93\,300 = 16\,150$ €.

Čistá súčasná hodnota variantu B je $244\,109 - 186\,500 = 5\,609$ €.

Ďalším faktorom pri investičnom rozhodovaní je doba návratnosti investície z kapitálového projektu. Porovnali sme vynaložené kapitálové roky s kumulovanými diskontovanými peňažnými tokmi a výsledkom je doba návratnosti:

- projektu A je 7 rokov a 10 dní.
- projektu B je 6 rokov a 27 dní.

Ďalším dôležitým faktorom je vnútorné výnosové % z investície, ktoré sme počítali funkciou Internal Rate of Return, ktorá vychádza z postupu pri použití nasledovného vzorca:¹⁰⁷

$$IRR = rn + \left(\frac{\check{C}SHn}{\check{C}SHn - \check{C}SHv} \right) * (v - rn)$$

Legenda:

rn – úroková miera nižšia

rv – úroková miera vyššia

ČSH_n – čistá súčasná hodnota pri nižšej úrokovej miere

ČSH_v – čistá súčasná hodnota pri vyššej úrokovej miere

Vnútorné výnosové % určené výpočtovou funkciou v programe Excel pre projekt A je 12,94 %. Vnútorné výnosové % určené výpočtovou funkciou v programe Excel pre projekt B je 15,58 % však stavia projekt B za výhodnejší variant.

¹⁰⁷ VLACHYNSKÝ, Karol - KRÁĽOVIČ, Jozef. *Finančný manažment*. 3.vyd. Bratislava : Iura edition, 2011. s. 187 ISBN:978-80-8087-356-3

4.3.5 Analýza citlivosti

Na základe výpočtov, ktorými sme uskutočnili hodnotenie investičných projektov sme sa rozhodli pre variant B. Pre daný variant vypracujeme pesimistický a optimistický scenár.

Pri optimistickom scenári rátame s nárastom cashflow každoročne o 10 %.

Tabuľka č.19: Analýza citlivosti optimistický variant

Rok	CF zvýšené o 10 %	Diskontný faktor	Diskontovaný CF
2018	41 782	0,92	38 500
2019	43 103	0,85	36 596
2020	44 365	0,78	34 709
2021	45 559	0,72	32 843
2022	46 675	0,66	31 004
2023	47 702	0,61	29 197
2024	41 935	0,56	23 651
2025	42 076	0,52	21 866
2026	42 086	0,48	20 153
	395 283		268 519

Zdroj: Vlastné spracovanie

$$\text{ČSH}_1 = -186\,500 + 268\,519 = 82\,019 \text{ €}$$

Pri pesimistickom variante počítame s poklesom cashflow každým rokom o 10 %.

Tabuľka č.20: Analýza citlivosti - pesimistický variant

Rok	CF zvýšené o 10 %	Diskontný faktor	Diskontovaný CF
2018	34 185	0,92	31 500
2019	35 266	0,85	29 943
2020	36 299	0,78	28 398
2021	37 276	0,72	26 872
2022	38 189	0,66	25 367
2023	39 029	0,61	23 888
2024	34 311	0,56	19 351
2025	34 426	0,52	17 890
2026	34 434	0,48	16 489
	323 414		219 698

Zdroj: Vlastné spracovanie

$$\text{ČSH}_2 = -186\,500 + 219\,698 = 33\,197 \text{ €}$$

Vzhľadom na to, že pri pesimistickom aj optimistickom scenári sme dosiahli kladnú čistú súčasnú hodnotu môžeme projekt akceptovať.

4.4 Dlhodobý finančný plán

Dlhodobý finančný plán je z hľadiska obsahu zameraný len na vykazovanie súhrnných údajov, skladajúci sa z nasledujúcich komponentov:

- projekty plánu, resp. rozvoja podniku,
- plán kapitálových výdavkov,
- projekt dividendovej politiky,
- plánovaná finančná bilancia,
- plán zisku,
- plán cash flow.¹⁰⁸

Stupeň rozpracovanosti a podrobnosti finančného plánu závisí od časového horizontu a vlastností podniku. Teória popisuje viacero modelov tvorby finančného plánu, medzi ktorými sú modely optimalizačné využívajúce lineárne programovanie, simulačné metódy matematicky vyjadrujúce finančné operácie podniku pri rešpektovaní externých ekonomických podmienok. My však v našej práci využijeme model tvorby dlhodobého finančného plánu, ktorý vychádza z očakávanej skutočnosti účtovných výkazov východiskového roka, formulovaných finančných cieľov pre tvorbu ďalších čiastkových plánov (plán predaja, plán investícií a pod.). Postupnosťou krokov umožňuje zabezpečiť prepojenie investičných a finančných rozhodnutí.¹⁰⁹

¹⁰⁸ HYRÁNEK, Eduard. - NAGY, Ladislav. *Finančné plánovanie*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. s. 79 ISBN 978-80-225-4171-8

¹⁰⁹ HYRÁNEK, Eduard. - NAGY, Ladislav. *Finančné plánovanie*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. s. 186-195 ISBN 978-80-225-4171-8

4.4.1 Stručný plan investícií

V tabuľke č. 21 je zobrazený plán kapitálových výdavkov na obdobie 2017 až 2022.

Tabuľka č.21: Plán kapitálových výdavkov na investície v (v tis. €)

Investície	Rok zaradenia investície					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Žeriav	18					
Rolovačka	60					
Vozík	7					
Píla pásová	12					
Brána	5					
Zváračky	12					
Odsávanie	3					
Prístrešok	30					
Vozíky a autá	44					
Robot		187				
Budova - hala			1 100			
Fréza					450	
Pozemok		20				
Plazma						400

Zdroj: Vlastné spracovanie

Vo východiskovom roku 2017 (očakávaná skutočnosť), spoločnosť obstarala viacero investícií v hodnote 190,5 tis. €, pričom až na dve položky, rolovačka na železné platne a prístrešok k budove na rozšírenie skladovacích priestorov, sa neudiali významné investície.

Na rok 2018 sa plánuje významná investícia do automatizácie výrobného procesu. Touto investíciou je robot v obstarávacej cene 186,5 tis. €. Tomuto investičnému projektu sme sa venovali podrobne v kapitole číslo 6 Investičné projekty. Najvýznamnejšími investíciami sú:

- zvärací robot zaradený v rok 2018,
- pozemok – na ktorom sa bude stavať nová budova – výrobná hala,
- budova – nová výrobná hala, kam sa bude sťahovať časť výroby z Francúzska,
- nová fréza, ktorú bude treba vymeniť v najbližších piatich rokoch, predpokladáme rok 2020,
- v roku 2022 predpokladáme investíciu do novej plazmatickej technológie.

Financovanie jednotlivých investícií:

- zvärací robot bude spoločnosť financovať investičným úverom vo výške 150 tis. € na 6 rokov a z vlastných zdrojov dofinancuje 36,5 tis. €. Úver sa poskytne na začiatku roku 2018 pri zaradení stroja,
- budova bude financovaná vkladom vlastníkov (koncern) do ostatných kapitálových fondov v plnej výške,
- nová fréza sa bude financovať výlučne z vlastných zdrojov (zisk a odpisy),
- nová technológia na rezanie plazmou bude obstaraná a zaradená začiatkom roku 2022. Financovať sa bude investičným úverom vo výške predpokladanej obstarávacej ceny zariadenie, predpokladane 400 tis. €.

Kvantifikácia zostatkovej ceny dlhodobého majetku vo finančnom pláne

V nasledovnej tabuľke č. 22 je stanovený odpisový plán jednotlivých investícií:

Tabuľka č.22: Odpisový plán (v tis. €) investícií

Investície	Vstupná hodnota	Doba odpisov (v rokoch)	Ročný odpis	Zostatková cena dlhodobého majetku					
				2017	2018	2019	2020	2021	2022
Žeriav	18	6	3	15	12	9	6	3	
Rolovačka	60	8	7,50	53	45	38	30	23	15
Vozík	7	4	1,75	5	4	2	0		
Pila pásová	12	6	2	10	8	6	4	2	
Brána	5	12	0,38	4	4	3	3	3	2
Zváračky	12	4	3	9	6	3			
Odsávanie	3	6	0,50	2,50	2,00	1,50	1,00	0,50	
Prístrešok	30	20	1,50	29	27	26	24	23	21
Vozíky	14	4	3,50	11	7	3,50			
Autá	30	4	7,50	23	15	7,50			
Robot	186,50	6	31,08		155	124	93	62	31
Budova	1 100	20	55			1 045	990	935	880
Fréza	450	6	75					375	300
Plazma	400	8	50						350
Odpisovaný majetok a zostatková cena – starý (významný majetok)									
Budova	1 685	20	105,17	802	718	633	549	465	381
Zostatková - netto hodnota:¹¹⁰				962	1 002	1 901	1 700	1 890	1 980

Zdroj: Vlastné spracovanie

Spoločnosť odpisuje všetky zložky hmotného majetku rovnomerným spôsobom na základe zatriedenia majetku do jednotlivých odpisových skupín podľa prílohy č. 1 k zákonu č. 595/2003 Z.z.

¹¹⁰ Nezhoduje sa s výkazmi, pretože vo výkazoch je ešte zohľadnený ďalší nedoodpisovaný majetok. Zohľadnili sme len budovu.

4.4.2 Plán zisku

Na základe priemerného tempa rastu tržieb za obdobie 2013 až 2017 o 8,13 % sme identifikovali odhadovaný rast tržieb do budúceho obdobia na priemernej úrovni 3 %.

Tabuľka č.23: Dlhodobý plán zisku (v €)

Výkaz Ziskov a strát - dlhodobý plán	Priemerné tempo rastu 2013-2017	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Tržby	8,51 %	2 052 904	2 163 883	2 228 799	2 295 663	2 364 533	2 435 469
Výrobná spotreba	8,09 %	1 656 000	1 726 375	1 760 903	1 796 121	1 832 043	1 868 684
Pridaná hodnota		397 500	447 193	467 897	589 560	672 922	761 529
Osobné náklady		227 000	235 000	258 500	284 350	312 785	344 064
Odpisy		114 875	145 958	307 958	200 958	260 208	310 208
Ostatné náklady	144,35 %	69 625	14 000	41 813	43 067	44 359	45 690
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti		16 000	90 235	-140 374	61 185	55 570	61 568
Nákladové úroky		0	4 620	2 772	5 310	4 698	4 036
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením		15 510	85 235	-143 146	55 875	50 872	57 532
Daň z príjmov		3 412	18 752		11 734	10 683	12 082
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	11,14 %	12 098	66 483	-143 146	44 141	40 189	45 450

Zdroj: Vlastné spracovanie

Stanovenú úroveň rastu sme z doterajšej priemernej miery ponížili z dôvodu opatrnosti na uvedené 3 % aj z toho dôvodu, že spoločnosť sa v roku 2017 dostáva ku kapacitnému maximu, čo momentálne znamená, že kapacitne je vytážená priemerne na 90-95% a ďalší výraznejší rast bude možný jedine pri rozšírení celkových kapacít, k čomu dôjde pravdepodobne v horizonte 10 rokov, po tom ako materská spoločnosť prevedie svoju výrobu na Slovensko a pod kompetencie AE SK. Zatiaľ však ponechávame úroveň rastu na 3 %, čo súvisí najmä s postupným zvyšovaním cien a opatrení prinášajúcich dodatočné úspory z rozsahu. Netreba stále zabúdať, že je tu ešte priestor na maximálne využitie kapacít, ak by boli objednávky rovnomerne rozložené do celého roku. Plánujeme vyššie odpisy na rok 2019, kedy spoločnosť spustí pozastavené odpisovanie starej frézy a plazmatickej technológie.

4.4.3 Plán rozdelenia zisku

Plán rozdelenia zisku vychádza z plánu zisku. Na základe plánovaných tržieb a nákladov by mala spoločnosť dosiahnuť výsledky hospodárenia uvedené tabuľke č.24.

Tabuľka č.24: Plán rozdelenia zisku (v €) 2017 - 2018

Plánované položky	2017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
Čistý zisk/Strata (z plánu zisku)	12 098	66 483	-28 555	44 141	40 189	45 450
Príděl do rezervného fondu 5% z ČZ	605	3 324	0	2 207	2 009	2 273
Zníženie/zvýšenie straty minulých období	11 493	63 159	-143 146	41 934	38 179	43 178
Prevod do nerozdeleného zisku minulých období						
Podiely na zisku	0	0	0	0	0	0

Zdroj: Vlastné spracovanie

Spoločnosť má k 31.12.2016 neuhradenú stratu minulých rokov vo výške 253 tis. €. Výsledky hospodárenia za jednotlivé obdobia sa budú teda rozdeľovať v súlade so zákonom 513/1991 Z.z. – Obchodný zákonník. Každoročne v prípade dosiahnutia zisku bude 5 % z čistého zisku prevedených do zákonného rezervného fondu. Zo zostávajúcej výšky čistého zisku sa bude znižovať neuhradená strata minulých období.

4.4.4 Plánovaná finančná bilancia

Finančnú bilanciu uvedenú v tabuľke č. 25 sme plánovali pri dlhodobom majetku plánovali na základe plánu investícií a odpisov.

Tabuľka č.25: Plánovaná finančná bilancia 2017 - 2022

Aktíva	Priemerné tempo rastu 2013 - 2017	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Spolu majetok	0,51 %	1 969 618	2 177 240	3 116 805	3 151 659	3 182 822	3 392 591
Dlhodobý majetok brutto:	-6,64 %	3 095 500	3 302 000	4 402 000	4 402 000	4 052 000	4 252 000
Korekcie		1 854 597	2 001 862	2 310 469	2 511 427	1 971 958	2 082 167
Dlhodobý majetok netto z toho:		1 240 403	1 300 138	2 091 531	1 890 573	2 080 042	2 169 833
Pozemky	0,00 %	170 484	190 000	190 000	190 000	190 000	190 000
Stavby	-9,98 %	830 250	744 500	1 703 750	1 563 000	1 422 250	1 281 500
Samostatné hnuteľné veci a súbory hnut. vecí	12,16 %	238 375	364 667	197 458	137 250	467 792	698 333

ČPK		369 879	481 674	598 811	801 117	606 638	687 561
Pasíva	Priemerné tempo rastu 2013-2017	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Vlastné imanie a záväzky	0,51 %	1 969 618	2 177 240	3 116 805	3 151 658	3 182 823	3 392 591
Vlastné imanie	4,84 %	1 510 283	1 576 811	2 530 341	2 576 690	2 616 681	2 482 394
<i>Základné imanie</i>	0,00 %	1 228 175	1 228 175	1 228 175	1 228 175	1 228 175	1 228 175
<i>Ostatné kapitálové fondy</i>	0,00 %	445 000	1 545 000	1 545 000	1 545 000	1 545 000	1 365 000
<i>Zákonný rezervný fond</i>	31,90 %	25 150	25 800	25 800	28 007	30 017	32 289
VH minulých období	-20,63 %	-200 140	-188 647	-125 488	-268 634	-226 699	-188 520
VH bežného obdobia	11,14 %	12 098	66 483	-143 146	44 141	40 189	45 450
Dlhodobé bankové úvery	0,00 %	80 000	160 000	115 000	70 000	25 000	300 000
Bežné bankové úvery	0,00 %	20 000	45 000	45 000	45 000	45 000	75 000

Zdroj: Vlastné spracovanie

Na základe plánov investícií sme identifikovali výšku majetku pre jednotlivé roky. Po investíciách do frézy v roku 2021 dôjde k vyradeniu starej frézy v hodnote 400 tis. €, čím poklesne brutto hodnota majetku rovnako ako v roku 2022 po zakúpení plazmatickej technológie, kedy sa vyradí stará technológia v hodnote 300 tis. €.

Postupne bude spoločnosť znižovať stratu minulých období až na jednu výnimku, kedy v roku 2019 dosiahne spoločnosť plánovanú stratu kvôli investícii do novej budovy, čo spôsobí veľký nárast nákladov na odpisy. Na rok 2022 je plánované spätné vyplatenie kapitálových fondov z pôvodnej výšky 450 tis. €, ktorá bola vložená ešte pred vkladom 1 100 tis. € na investíciu do budovy.

Spoločnosť plánuje obstaráť frézu z vlastných zdrojov financovania v roku 2021 v hodnote 450 tis. €.

Spoločnosť si plánuje vziať úver 150 tis. € na investíciu do robotického zvarača podľa investičného projektu opísaného v kapitole 6. Ďalší úver si plánuje zobrať v roku 2022 na investíciu do plazmatickej technológie.

4.4.5 Plán peňažných tokov

V nasledujúcej tabuľke vidíme plánovaný vývoj peňažných tokov za obdobie 2018 – 2022. Spoločnosť síce nebude vytvárať dostatok peňažných prostriedkov z peňažnej

činnosti na financovanie investičných zámerov, ale na druhej strane jej finančná stabilita, ktorú sme identifikovali v časti finančná analýza, jej zabezpečí ochotu bánk poskytnúť úvery na tieto investičné zámery.

Tabuľka č.26: Dlhodobý plán peňažných tokov

Plán peňažných tokov	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Stav peňažných prostriedkov k 1.1.	12 466	78 261	149 407	297 631	42 981
Čistý zisk (+)	66 483	-143 146	44 141	40 189	45 450
Odpisy (+)	145 958	307 958	200 958	260 208	310 208
Prírastok (-) /úbytok pohľadávok (+)	1 707	-36 000	-39 600	-43 560	-47 916
Prírastok (-) /úbytok zásob (+)	-83 800	-43 624	-47 987	-52 785	-58 064
Úbytok záväzkov (-) / Nárast záväzkov (+)	59 174	30 834	33 301	35 965	38 842
Ostatné nepeňažné operácie (+) / (-)	853	124	2 410	333	476
CF z prevádzkovej činnosti	190 375	116 147	193 224	240 350	288 997
Predaj stálych aktív (+)					
Prírastok stálych aktív (-)	-206 500	-1 100 000		-450 000	-400 000
Poskytnutie a zúčtovanie preddavkov (+) / (-)					
Predaj majetkových účastí (-)					
Nákup majetkových účastí (+)					
CF z investičnej činnosti	-206 500	-1 100 000	0	-450 000	-400 000
Čerpanie nového úveru, finančných výpomocí (+)	150 000				400 000
Splátky úveru, finančných výpomocí (-)	-68 080	-45 000	-45 000	-45 000	-95 000
Vydanie nových obligácií (+)					
Zmena výšky základného imania (+) / (-)		1 100 000			
Výplata dividend (-)					
Spätné vyplatenie kapitálových fondov (-)					-180 000
CF z finančnej činnosti	81 920	1 055 000	-45 000	-45 000	125 000
CF Celkový	65 795	71 147	148 224	-254 650	13 997
Stav peňažných prostriedkov k 31.12.	78 261	149 407	297 631	42 981	56 978

Zdroj: Vlastné spracovanie

4.4.6 Návrh optimalizácie kapitálovej štruktúry

Podnik si ako jeden zo svojich cieľov stanovil znižovanie ČPK, ktorého má prebytok a zároveň zvyšovanie zadlženosti, keďže viaže veľký objem vlastných zdrojov, čo je na jednej strane znakom stability, no na druhej strane je to neefektívne kvôli tomu, že vlastné zdroje sú drahšie. Optimalizáciou kapitálovej štruktúry by sme mali dosiahnuť tento stav. Určením nákladov na vlastný a cudzí kapitál vieme optimalizovať jeho štruktúru.

Tabuľka č.27: Doterajší vývoj štruktúry kapitálu (v €) 2013 - 2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Cudzí kapitál	590 389	330 624	304 394	342 763	459 335
Vlastný kapitál	1 254 445	1 419 007	1 442 949	1 498 185	1 510 283
Celkový úročený kapitál	255 000	171 000	87 000	0	100 000
WACC (v %)	5,47	6,63	7,47	7,92	8,52

Zdroj: Vlastné zdroje

Tabuľka č.28: Predpokladaný vývoj kapitálovej štruktúry (v €) 2018 - 2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Cudzí kapitál	600 429	586 463	574 968	566 142	910 196
Vlastný kapitál	1 576 811	2 530 341	2 576 690	2 616 681	2 482 394
Celkový úročený kapitál	205 000	160 000	115 000	70 000	375 000
WACC (v %)	8,17	7,73	8,32	8,43	8,35

Zdroj: Vlastné spracovanie

Pre optimalizáciu kapitálovej štruktúry by bolo výhodné prijatie úveru. V nasledovných tabuľkách je zobrazená kalkulácia priemerných nákladov kapitálu, keby spoločnosť prijala úver vo výške 1,1 mil. € a v prípade, keby prijala úver 500 tis. € a zvyšných 600 tis. € by financovala vlastným kapitálom.

Tabuľka č.29: Analýza nákladov kapitálu v prípade úveru 1,1 mil. €

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cudzí kapitál (v €)	459 335	600 429	1 606 463	1 514 968	1 426 142	1 690 196
Vlastný kapitál (v €)	1 510 283	1 576 811	1 430 341	1 526 690	1 516 681	1 382 394
Celkový úročený kapitál (v €)	100 000	205 000	1 210 000	1 115 000	1 020 000	1 275 000
WACC (v %)	8,52	8,17	7,28	5,82	6,00	6,06

Zdroj: Vlastné spracovanie

V prípade, že podnik získa úver 1,1 mil. € WACC sa z východiskovej pozície 7,46 % v roku 2018 dostane v roku 2019 na úroveň 5,42 % a postupným vývojom sa dostane na úroveň 5,74 %.

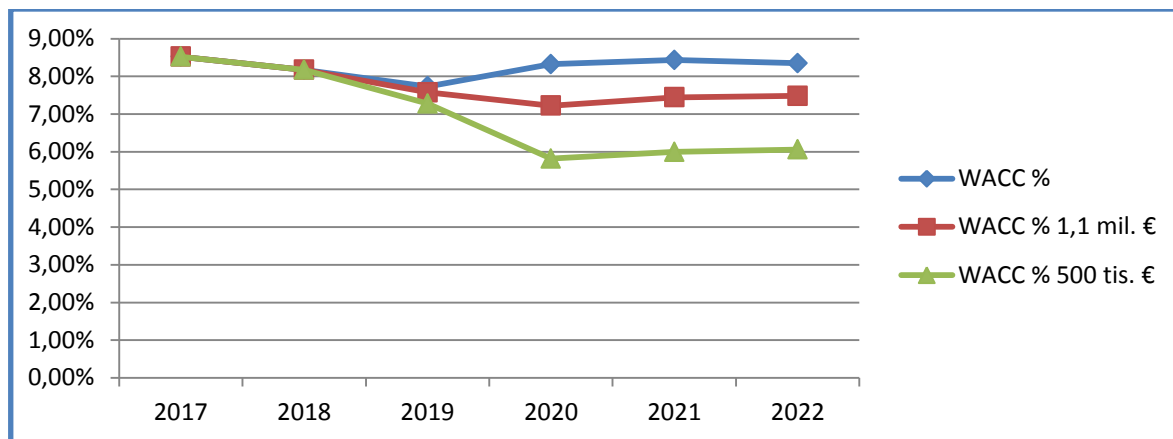
Tabuľka č.30: Analýza nákladov kapitálu v prípade prijatia úveru 500 tis. €

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cudzí kapitál (v €)	459 335	600 429	586 463	574 968	566 142	910 196
Vlastný kapitál (v €)	1 510 283	1 576 811	1 930 341	1 976 690	2 016 681	1 882 394
Celkový úročený kapitál (v €)	100 000	205 000	610 000	515 000	420 000	675 000
WACC (v %)	8,52	8,17	7,58	7,22	7,44	7,48

Zdroj: Vlastné spracovania

V prípade financovania budovy úverom 500 tis. € a vkladom do ostatných kapitálových fondov 600 tis. € klesne WACC z východiskovej úrovne na 6,36 % a postupným vývojom sa dostane na úroveň 6,94 %.

Graf č. 5: Vývoj WACC pri rôznych úrovniach vlastného kapitálu 2018 - 2022



Zdroj: Vlastné spracovanie

Otázne je, čo by sa stalo pri raste úrokovej miery cudzieho kapitálu. Toto by vyžadovalo hlbšiu analýzu citlivosti kapitálovej štruktúry pre rôzne úrokové miery, ktoré závisia do značnej miery od rokovaní s bankou.

Pre kompletnú analýzu štruktúry kapitálu musíme analyzovať výšku čistého pracovného kapitálu. Je to časť krátkodobého majetku krytá dlhodobými zdrojmi.

Tabuľka č.31: Vývoj Čistého pracovného kapitálu

	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Čistý pracovný kapitál (v €)	349 609	436 574	553 811	756 117	561 638	612 561
	99,20 %	100,08 %	115,41 %	143,24 %	96,73 %	95,91 %
Test primeranosti ČPK	Primeraný	Neprimeraný	Neprimeraný	Neprimeraný	Primeraný	Primeraný

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z tabuľky č. 31 je zrejmé, že podnik dodržiava zlaté bilančné pravidlo, a to aby dlhodobý majetok bol financovaný krátkodobými zdrojmi, platí uvedená nerovnosť *Dlhodobý majetok < Dlhodobé zdroje*. Podnik je teda prekapitalizovaný, čo je dôležité. Následne sme však uskutočnili test primeranosti ČPK, čím sme odhalili, že podnik v plánovanom období bude kryť zásoby od 95,91 % do 115,41 %. Všetky hodnoty nad 100 % sú neprimerané, pretože sú dlhodobými zdrojmi kryté okrem zásob v plnej výške aj časť krátkodobých pohľadávok. Taktiež by sa dalo povedať, že ani všetky hodnoty testu primeranosti v intervale do 100 % nie sú vhodné. Ideálne by bolo, aby čistým pracovným kapitálom bola financovaná len dlhodobá potreba zásob. Túto dlhodobú potrebu je potrebné najprv identifikovať, no mohli by sme za ňu označiť približne 45 – 50 %,

preto budeme okrem návrhov na zvyšovanie podielu cudzích zdrojov na financovaní majetku tlačiť na znižovanie podielu dlhodobého kapitálu na krytí majetku tak, aby sme dostali ČPK na úroveň 45 – 50 % krytia zásob. Navrhujeme postupné znižovanie najmä vlastných zdrojov, ktoré sú dlhodobými zdrojmi.

4.5 Krátkodobý finančný plán

Pri zostavovaní krátkodobého finančného plánu môžeme využiť viacero metód používaných hlavne pre krátkodobé finančné plány, ktorými sú *intuitívna metóda* – vychádzajúca zo skúseností a subjektívnych úvah finančného manažéra o budúcom vývoji. Táto metóda je hlavne využiteľná v menších podnikoch. Druhou je metóda percentuálneho podielu na tržbách – metóda vychádzajúca z predpokladu stabilného pomeru medzi jednotlivými položkami finančnej bilancie a celkovým objemom tržieb.¹¹¹

V našej práci sme využili metódu finančných pomerových ukazovateľov, pričom podstatou metódy je odhad tržieb a finančné pomerové ukazovatele vystupujú ako vzorové hodnoty, ktoré chce podnik dosiahnuť. Môžu byť formulované ako špecifické ciele podniku, prípadne priemerné ukazovatele podnikov v odvetví, alebo pomerové finančné ukazovatele prosperujúcej porovnateľnej zahraničnej firmy, konkurencie.¹¹² Pre rok 2018 plánujeme dosiahnuť tržby 2 165 tis. €. Pre rok 2018 máme stanovených 5 finančných cieľov: 90 % čistý pracovný kapitál vzhľadom na zásoby, 30 % zadlženosť, 3 % rentabilita, hotovostná likvidita na 0,2 a zrýchlenie inkasa pohľadávok na 58 dní.

4.5.1 Výpočet položiek plán zisku

Tržby sú vzhľadom na očakávanú hospodársku aktivitu a nákup robotického stroja odhadované na 2 175 tis. €. Efektívnejšia výroba by mala priniesť vyššie tržby z predaja vlastných výrobkov. Rentabilita tržieb je na úrovni 3,06 %. Pre bližší prehľad uvádzame rozpočet tržieb za vlastné výrobky.

Tabuľka č.32: Rozpočet tržieb na rok 2018

Mesiace	1.18	2.18	3.18	4.18	5.18	6.18
Množstvo	406	406	443	443	426	406
Tržby (v €)	186 623	186 623	203 589	203 589	195 818	186 623

¹¹¹ HYRÁNEK, Eduard. - NAGY, Ladislav. *Finančné plánovanie*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. s. 152 ISBN 978-80-225-4171-8

¹¹² HYRÁNEK, Eduard. - NAGY, Ladislav. *Finančné plánovanie*. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. s. 163 ISBN 978-80-225-4171-8

Tržby	7.18	8.18	9.18	10.18	11.18	12.18
Množstvo	258	258	380	406	406	406
Tržby (v €)	118 760	118 760	174 715	186 623	186 623	186 623

Zdroj: Vlastné spracovanie

Priemerná cena produkcie je 460 € za kus. Na začiatku roka bývajú silnejšie objednávky vzhľadom na prípravu na sezónu. V lete sa uskutočňuje celozávodná dovolenka preto očakávame zníženú produkciu a celkové objednávky bývajú v lete slabšie. Pracovníkov však spoločnosť musí udržiavať, pretože inak by o nich prišla.

Náklady na hospodársku činnosť pri materiáloch a energiách sa odhadujú na mierne zvýšenie úroveň (o 2,42 %), pretože nepredpokladáme pokles cien čiernej ocele a predpokladáme zvýšenie spotrebu kvôli efektívnejšej výrobe pomocou robota.

V tabuľke č. 33 vidíme rozpočet miezd. Spoločnosť má dvoch vedúcich pracovníkov. Jednu administratívnu pracovníčku a 8 výrobných pracovníkov. Priemerná mzda je na úrovni približne 1 706 €. Samozrejme sa jedná o odhadovanú priemernú sumu.

Tabuľka č.33: Rozpočet miezd na rok 2018

Administratívny pracovníci	1Q	2Q	3Q	4Q	Suma
Hrubá mzda	4800	4800	4800	4800	19 200
Počet pracovníkov					1
Vedenie	1Q	2Q	3Q	4Q	Suma
Hrubá mzda	7500	7500	7500	7500	30 000
Počet pracovníkov					1
Výrobní pracovníci	1Q	2Q	3Q	4Q	Suma
Hrubá mzda	5 409,00	5 409,00	4 999,00	4 829,00	185 814
Počet pracovníkov					9

Zdroj: Vlastné spracovanie – odhad

Predpokladáme zvýšenie nákladov na služby na úroveň 441 tis. €. Rastom spoločnosti bude potrebné zabezpečiť viaceré ekonomické a právne služby vrátane auditu účtovnej závierky.

Plánovaná efektívna daňová sadzba je 21 % a z predpokladaného hrubého výsledku hospodárenia, ak neberieme v úvahu daňovo uznateľné či neuznateľné náklady, je 18,7 tis. €.

Ďalej za rok 2018 sa nám do nákladov premietnu úroky z úveru, ktorý zoberie spoločnosť na kúpu robotického zariadenia.

Pre bližší pohľad na rozpočet tržieb a nákladov uvádzame na nasledujúcej strane tabuľku č. 34.

Tabuľka č.34: Výkaz ziskov a strát (v €) OS 2017 a plán 2018

Výkaz Ziskov a strát		OS 2017	Plán 2018
Čistý obrat		2 056 000	2 175 000
Výnosy z hospodárskej činnosti		2 103 500	2 220 568
Tržby z predaja tovaru		12 000	23 000
Tržby z predaja výrobkov		2 039 404	2 135 883
Tržby z predaja služieb		1 500	5 000
Zmena stavu zásob		596	9 685
Tržby z predaja majetku		15 000	0
Ostatné výnosy		35 000	47 000
Náklady na hospodársku činnosť		2 087 500	2 130 333
Predaný tovar		10 000	15 000
Spotreba materiálu a energie		1 240 000	1 270 000
Služby		406 000	441 375
Osobné náklady		227 000	235 000
Dane a poplatky		10 000	9 000
Odpisy		114 875	145 958
Zostatková cena predaného majetku a materiálu		10 000	0
Ostatné náklady		69 625	14 000
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti		16 000	90 235
Pridaná hodnota		397 500	447 193
Výnosy z finančnej činnosti		10	20
Výnosové úroky v rámci skupiny			
Ostatné výnosové úroky		10	20
Kurzové zisky			
Ostatné finančné výnosy			
Náklady na finančnú činnosť		500	5 020
Nákladové úroky pre prepojené ÚJ			
Nákladové úroky			4 620
Ostatné finančné náklady		500	400
Kurzové straty			
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti		-490	-5 000
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením		15 510	85 235
Daň z príjmov		3 412	18 752
Daň z príjmov splatná		3 412	18 752
Daň z príjmov odložená			
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení		12 098	66 483

Zdroj: Vlastné spracovanie

4.5.2 Plán zisku

Pri zostavení plánu zisku sme vychádzali z plánovaných rozpočtov a z plánovaného výkazu ziskov a strát. Sumár je možné vidieť v tabuľke č. 35. V tabuľke č. 36 je definovaný plán rozdelenia zisku. Pretože spoločnosť má vysokú neuhradenú stratu minulých období bude sa zisk používať na jej znižovanie. Čiastka, ktorou sa poníži táto strata bude čistý zisk očistený od prídeltu do rezervného fondu vo výške 5 % z čistého zisku.

Tabuľka č.35: Ročný plán zisku

Plánované položky	Suma
Tržby	2 221 tis. €
Náklady na hospodársku činnosť	2 131 tis. €
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	90 tis. €
Náklady na finančnú činnosť	5 tis. €
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	- 5 tis. €
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	85 tis. €
Daň z príjmov	19 tis. €
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	66 tis. €

Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka č.36: Plán rozdelenia zisku

Plán rozdelenia zisku	Suma
VH za bežné obdobie (2018)	66 tis. €
Neuhradená strata minulých rokov	- 189 tis. €
Prevod VH z bežného obdobia do neuhradenej straty minulých rokov	+ 63 tis. €
Neuhradená strata minulých rokov v roku 2019	- 125 tis. €
Prídel do rezervného fondu	+ 3 tis. €

Zdroj: Vlastné spracovanie

4.5.3 Plánovaná finančná bilancia

Uskutočnili sme výpočet položiek bilancie pomocou metódy finančných pomerových ukazovateľov. Výpočty sú nasledovné:

1. Rentabilita tržieb = čistý zisk/tržby = 3 % = 66 tis. €
2. Vlastné imanie a jeho zmena je predpokladaná v nasledovnej štruktúre:
 - 1) Základné imanie zostane nezmenené na úrovni 1 228 175 €
 - 2) Ostatné kapitálové fondy sa nebudú zatiaľ meniť.
 - 3) Zákonný rezervný fond sa zvýši o príspevok z čistého zisku na úroveň 25,8 tis. €.
 - 4) Výsledok hospodárenia minulých rokov bude znížený prevodom zvyšného zisku za rok 2017 do neuhradenej straty minulých rokov.
 - 5) Výsledok hospodárenia bežného obdobia je predpokladaný vyše 66 tis. €.

3. Dlhodobé bankové úvery porastú na 160 tis. €, čo bude spôsobené čerpaním úveru na investičný projekt variantu B.
4. V krátkodobej časti bankových úverov bude vykázaná časť úveru z roku 2017 (20 tis. €) a časť z roku 2018 (25 tis. €)
5. Predpokladáme nárast krátkodobých záväzkov z obchodného styku na 385 tis. €. Spomalíme dobu úhrady záväzkov na 65,13 dňa.
6. Celkovo zadlženosť je pri záväzkoch vo výške 600 tis. €. $\text{Záväzky} / \text{pasíva} = 27,58 \%$.
7. Pre rok 2018 plánujeme kúpiť pozemok, v ktorom sa následne bude pristavovať výrobná hala. Cena bude približne 20 tis. €.
8. Samostatne hnutelné veci a súbory hnutelných vecí budú navýšené o obstarávaciu cenu robotického ramena na zváranie 186,5 tis. € dostane úroveň hnutelného majetku po oprávkach na 365 tis. €, čo činí nárast 53 %.
9. $\text{Zrýchlením inkasa pohľadávok} = (\text{pohľadávky} * 360 / \text{tržby}) = 59,59 \text{ dňa}$. Spoločnosť bude pracovať aj naďalej na zlepšení inkasnej politiky.
10. Čistý pracovný kapitál je plánovaný na úroveň 436 tis. €. Testom primeranosti zistujeme, že takáto úroveň ČPK spôsobí krytie 91,08 % zásob dlhodobými zdrojmi.
11. Zlepšením inkasa pohľadávok spoločnosť zvýši objem finančných prostriedkov na úroveň 78 tis. €, čo spôsobí, že nám stúpne likvidita na úroveň 0,18, čo je takmer odporúčaná a zároveň cieľová úroveň.

Tabuľku č.37 s výslednými hodnotami uvádzame na ďalšej strane.

Tabuľka č.37: Aktívna strana súvahy (v €) OS 2017 a plán 2018

Aktíva	OS 2017	Plán 2018
Spolu majetok	1 969 618	2 177 240
Neobežný majetok	1 240 403	1 300 137
Dlhodobý nehmotný majetok súčet	1 294	971
Softvér	1 294	971
Dlhodobý hmotný majetok súčet	1 239 109	1 299 167
Pozemky	170 484	190 000
Stavby	830 250	744 500
Samostatné huteľné veci a súbory huteľných vecí	238 375	364 667
Obežný majetok	726 065	874 503
Zásoby súčet	352 442	436 243
Materiál	215 442	286 557
Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby	100 000	114 685
Výrobky	35 000	30 000
Tovar	2 000	5 000
Dlhodobé pohľadávky	120	0
Krátkodobé pohľadávky	361 037	360 000
Pohľadávky z obchodného styku súčet	329 037	330 000
Ostatné pohľadávky z obchodného styku	329 037	330 000
Daňové pohľadávky a dotácie	32 000	30 000
Iné pohľadávky		
Finančné účty	12 466	78 260
Peniaze	2 466	19 960
Účty v bankách	10 000	58 300
Časové rozlíšenie	3 150	2 600
Časové rozlíšenie dlhodobé	150	100
Časové rozlíšenie krátkodobé	3 000	2 500

Zdroj: Vlastné spracovanie

Tabuľka č.38: Pasívna strana súvahy (v €) OS 2017 a plán 2018

Pasíva	OS 2017	Plán 2018
Spolu vlastné imanie a záväzky	1 969 618	2 177 240
Vlastné imanie	1 510 283	1 576 811
Základné imanie	1 228 175	1 228 175
Ostatné kapitálove fondy	445 000	445 000
Zákonný rezervný fond	25 150	25 800
Výsledok hospodárenia minulých rokov	-200 140	-188 647
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	12 098	66 483
Záväzky	459 335	600 429
Dlhodobé záväzky	0	
Dlhodobé bankové úvery	80 000	160 000
Krátkodobé záväzky	331 000	385 429
Záväzky z obchodného styku	306 000	359 469
Záväzky voči spoločníkom a združeniu	0	0
Záväzky voči zamestnancom	12 000	12 960
Záväzky zo sociálneho poistenia	7 000	7 000
Daňové záväzky a dotácie	6 000	6 000
Iné záväzky		
Krátkodobé rezervy	5 255	10 000
Bežné bankové úvery	20 000	45 000
Krátkodobé finančné výpomoci	23 080	
Časové rozlíšenie	0	0

Zdroj: Vlastné spracovanie

4.5.4 Plán peňažných tokov

Plán peňažných tokov sme zostavili *Nepriamou metódou zostavovania cash flow*. Táto metóda vychádza z položiek súvahy a ich medziročných zmien v absolútnych číslach. V tabuľke č. 39 vidíme, že podnik netvorí dostatok peňažných prostriedkov z prevádzkovej činnosti. Tento nedostatok vyrovnáva, ako sme už spomínali, úverovým financovaním.

Tabuľka č.39: Plán cash flow (v €) krátkodobý 2017 - 2018

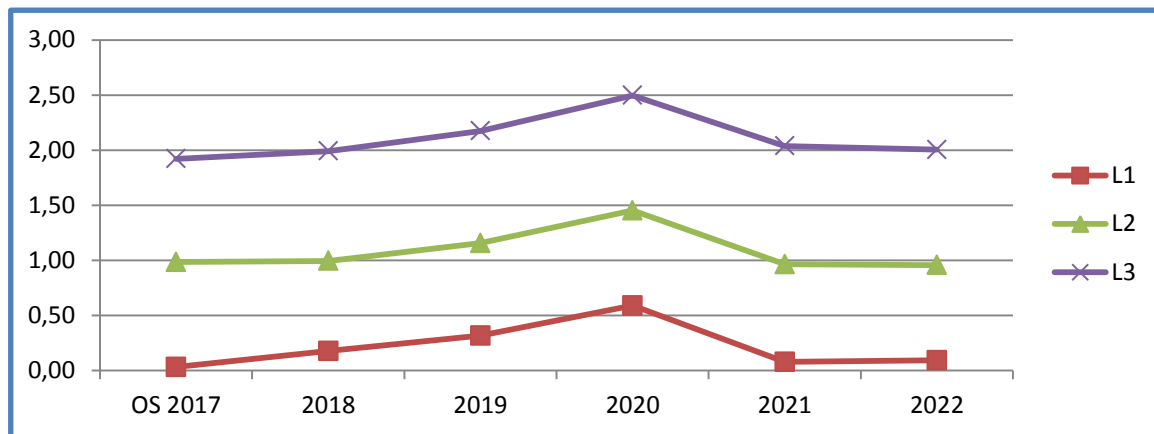
Položky plánovaného cash flow	2017	2018
Stav peňažných prostriedkov k 1.1.	23 338	12 466
Čistý zisk (+)	12 098	66 483
Odpisy (+)	114 875	145 958
Prírastok pohľadávok (-) / Úbytok pohľadávok (+)	-46 185	1 707
Prírastok zásob (-) / Úbytok zásob (+)	-17 591	-83 800
Úbytok záväzkov (-) / Nárast záväzkov (+)	-11 763	59 174
Ostatné nepeňažné operácie (+) / (-)	-9 886	853
CF z prevádzkovej činnosti	41 548	190 375
Predaj stálych aktív (+)	15 000	
Prírastok stálych aktív (-)	-190 500	-206 500
Poskytnutie a zúčtovanie preddavkov (+) / (-)		
Predaj majetkových účastí (-)		
Nákup majetkových účastí (+)		
CF z investičnej činnosti	-175 500	-206 500
Čerpanie nového úveru, finančných výpomocí (+)	143 080	150 000
Splátky úveru, finančných výpomocí (-)	-20 000	-68 080
Vydanie nových obligácií (+)		
Emisie akcií / Navýšenie Základného imania (+)		
Vyplácanie dividend (-)		
CF z finančnej činnosti	123 080	81 920
CF Celkový	-10 872	65 795
Stav peňažných prostriedkov k 31.12.	12 466	78 261

Zdroj: Vlastné spracovanie

4.6 Celkové zhodnotenie úrovne a kvality finančného plánu

V grafe č. 6 vidíme vývoj likvidity a hneď na úvod môžeme konštatovať, že cieľ dostať hotovostnú likviditu na úroveň 0,2 by mal byť takmer naplnený pri úrovni 0,18.

Graf č. 6: Vývoj likvidity v plánovanom období 2018 – 2022



Zdroj: Vlastné spracovanie

Z pohľadu likvidity hodnotíme finančný plán veľmi pozitívne. S výnimkou likvidity L1, ktorej odporúčané úrovne sú 0,2 až 0,8, a o ktorej by sa dalo povedať, že miestami bude kritická, sa úrovne likvidity L2 budú držať väčšinu obdobia v odporúčanom rozsahu 1,00 až 1,50 prípadne tesne pod danou úrovňou (0,96).

Tabuľka č.40: Ukazovatele likvidity

	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
L1	0,03	0,18	0,32	0,59	0,08	0,09
L2	0,98	1,00	1,16	1,45	0,96	0,96
L3	1,92	1,99	2,17	2,50	2,04	2,00
Čistý pracovný kapitál (v €)	349 609	436 574	553 811	756 117	561 638	612 561
	99,20 %	100,08 %	115,41 %	143,24 %	96,73 %	95,91 %
Test primeranosti ČPK	Primeraný	Neprimeraný	Neprimeraný	Neprimeraný	Primeraný	Primeraný

Zdroj: Vlastné spracovanie

Napriek nesplneniu plánovaného cieľa dostať ČPK na úroveň 90 % v roku 2018 a jeho nárastu v rokoch 2019 a 2020, ktorému sa pravdepodobne nepodari zabrániť, by sa jeho vývoj mal opäť dostať pozitívnym smerom a mal by sa stať primeraným resp. akceptovateľným.

Rentabilita tržieb plánovaná v roku 2018 je dlhodobo udržateľná rentabilita. Rentability ďalších rokov, ktoré sú plánované na nízke dokonca záporné úrovne sú spôsobené vysokými odpismi majetku, do ktorého sa bude priebežne investovať.

Tabuľka č.41: Ukazovatele rentability

	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Rentabilita aktív (v %)	0,61	3,05	-4,59	1,40	1,26	1,34
Rentabilita vlastného imania (v %)	0,80	4,22	-5,66	1,71	1,54	1,83
Rentabilita tržieb (v %)	0,59	3,06	-6,42	1,92	1,70	1,87

Zdroj: Vlastné spracovanie

Konštatujeme, že dosiahnutie cieľa v oblasti rentability stanoveného na 3 % pre rok 2018 sme dosiahli úrovňou ROS na 3,06 % v roku 2018. Aj keď v budúcnosti sú očakávané ďalšie zníženia kvôli zvýšeným odpisom z investícií, spoločnosť musí ďalej pracovať na zefektívňovaní výroby v dlhodobom horizonte.

Cieľ doby obratu pohľadávok sa nám takmer podarilo naplniť jej znížením na 59,59 dní. V dlhodobom horizonte sa bude táto doba predlžovať, ale bude rásť pomalšie v porovnaní so záväzkami čo hodnotíme pozitívne.

Tabuľka č.42: Ukazovatele aktivity

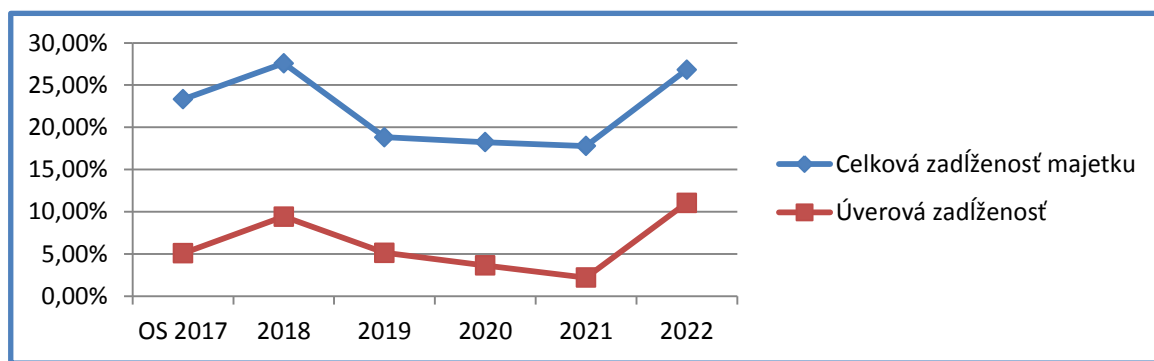
	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
DO Zásob (v dňoch)	61,71	72,21	77,51	82,78	88,40	94,41
DO Pohľadávok (v dňoch)	63,22	59,59	63,96	68,31	72,95	77,91
DO Záväzkov (v dňoch)	57,08	65,13	67,24	70,50	73,92	77,51
Obrat majetku	1,04	0,99	0,72	0,73	0,74	0,72

Zdroj: Vlastné spracovanie

Po plánovanom znížení doby obratu pohľadávok v roku 2018, očakávame postupný nárast, ktorý však bude súvisieť s rastom tržieb ako takých. Pozitívne však bude, že sa bude predlžovať aj doba obratu záväzkov, ktorá ak je dlhšia ako doba obratu pohľadávok je akceptovateľná. Kritický pomer budú mať tieto dva ukazovatele v roku 2022, kedy bude doba obratu pohľadávok väčšia ako doba obratu záväzkov. Budeme musieť zapracovať na tom, aby ten pomer mal pozitívne smerovanie.

Obrat majetku sa bude hlavne kvôli razantnému zvýšeniu majetku znižovať z dôvodu objemných investícií. Predpokladáme jeho opätovné zrýchlenie po kompletnom prebratí výroby z Francúzska. Zatiaľ však plánujeme s pomalšou obrátkou majetku.

Graf č. 7: Vývoj zadlženosti 2018 - 2022



Zdroj: Vlastné spracovanie

Cielené zvýšenie zadlženosti v roku 2018 na úroveň 27,6 % spôsobí hlavne prijatie úveru. No tento stav dlhodobo nevydrží a tak sa AE SK od cieľa dostať zadlženosť na úroveň 30 % znova oddiali. Ak by spoločnosť dostala investičný úver, pôsobilo by to lepšie na celkové náklady kapitálu a tým by bola viac optimalizovaná kapitálová štruktúra v porovnaní so súčasným stavom aj vzhľadom na postupné vyplácanie ostatných kapitálových fondov.

Zhodnotenie a predikcia pomocou modelu HGN

V nasledujúcej tabuľke je zhodnotenie doterajšieho vývoja podľa modelu HGN, ktorý popisuje podnikovú výkonnosť.

Tabuľka č.43: HGN Model vývoj 2013 až 2016

HGN Model	2013	2014	2015	2016
$x1 = ROE$	0,0740	0,1160	0,0166	0,0369
$x2 = CF/tržby^{113}$	0,1733	0,1704	0,0979	0,0898
$x3 = tržby/majetok$	0,8514	0,9512	0,8067	1,0465
$y1 = krátkodobé pohľadávky/tržby$	0,0711	0,0651	0,1728	0,1634
$y2 = tokové zadlženie$	0,6347	0,3134	0,0314	0,0045
$x3 = prevádzková nákladovosť^{114}$	0,6640	0,6992	0,7439	0,8485
$(x1+x2+x3) - (y1+y2+y3)$	-0,2712	0,1600	-0,0268	0,1568
Hodnotenie výkonnosti	Vysoká	Vysoká	Vysoká	Vysoká

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Grell¹¹⁵

¹¹³ Tržby = čistý obrat

¹¹⁴ Tržby – (predaný tovar + spotreba materiálu a energií + služby)

¹¹⁵ GRELL, Michal. *Matematický aparát modelu HGN na meranie výkonnosti nefinančného ziskového podniku: Mathematical apparatus of HGN model for measuring performance of non - financial profit enterprise*. Časopis znalostní společnosti: mezinárodní vědecký časopis = international scientific journal. Brno: Knowler - Evropský institut pro výzkum, inovace a vzdělávání, 2016, (2), 48-60. ISSN 2336-2561.

Vidíme, že podnik si za celé sledované obdobie drží podľa modelu HGN vysokú výkonnosť, ktorá sa do roku 2016 zvyšovala. Rástli výkony, predaje, v roku 2017 sa však výkonnosť znížila kvôli vysokým cenám čiernej ocele. V nasledujúcej tabuľke je zobrazené hodnotenie plánovaných položiek a OS 2017.

Tabuľka č.44: HGN Model pre plánované roky

HGN Model	OS 2017	2018	2019	2020	2021	2022
x1	0,0080	0,0422	-0,0566	0,0171	0,0154	0,0183
x2	0,0619	0,0982	0,0739	0,1068	0,1270	0,1460
x3	1,0423	0,9939	0,7151	0,7284	0,7429	0,7179
y1	0,1759	0,1664	0,1777	0,1897	0,2026	0,2164
y2	0,6301	0,7531	0,6978	0,2856	0,0832	0,8435
x3	0,8067	0,7978	0,7901	0,7824	0,7748	0,7673
(x1+x2+x3) - (y1+y2+y3)	-0,5004	-0,5831	-0,9330	-0,4054	-0,1754	-0,9450
Hodnotenie výkonnosti	Vysoká	Vysoká	Nadpriemerná	Vysoká	Vysoká	Nadpriemerná

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Grell

Aj pri plánovaných rokoch vidíme, že podnik si podľa modelu drží nadpriemernú až vysokú výkonnosť. Na základe toho hodnotíme dobrý vývoj a predikujeme pozitívny vývoj podniku.

4.7 Stanovenie hodnoty podniku podnikateľskou metódou

Zostavením finančného plánu sme identifikovali peňažné toky plynúce do spoločnosti. Finančný plán sme zostavovali po dôkladnom analyzovaní účtovnej jednotky, tiež v súlade s očakávaniami a plánmi manažmentu ohľadom budúcich investícií, ako aj smerovania podniku v budúcnosti. Pri tvorbe finančného plánu sme v nadväznosti na výsledky SWOT analýzy a cieľov stanovených manažmentom spoločnosti, pričom tieto skutočnosti sme citlivo zakomponovali. V práci sme využili hlavne *subjektívny prístup*, keďže sme vychádzali z podnikových finančných plánov a cieľov vytváraných analýzou finančných ukazovateľov a strategickou syntézou, ktorú sme dostali pomocou výsledkov SWOT analýzy.

Finančný plán bol zostavený metódou finančných pomerových ukazovateľov a modelom tvorby dlhodobého finančného plánu, pričom tržby boli vzhľadom na to, že v roku 2017 dosahovala spoločnosť naplnenie výrobných kapacít na približne 95%, a ďalší rast prinesie až investícia do robotickej technológie a vylepšovanie procesov. Spoločnosť a ani my nepredpokladáme, že by v prvej fáze mohli tržby rásť o viac ako 3% v čom je zahrnutá aj inflácia. Vyjadrujeme preto názor, že finančný plán vyjadruje čo najvernejší

obraz potenciálnej skutočnosti očakávanej v budúcnosti. Pre pripomenutie uvádzame tabuľku CF z časti dlhodobý plán.

Výraznejší rast môžeme očakávať až po skončení prvej fázy, kedy budú ukončené a uvedené do prevádzky viaceré investície (fréza a plazma), ktoré by mohli priniesť navýšenie produkčných kapacít a tým aj zvýšenie tržieb. Vzhľadom na tieto skutočnosti naše následné odhady tempa rastu z dôvodu opatrnosti budeme aplikovať nižšie ako by boli predstavy vedenia spoločnosti, tým dôjde v našom ohodnotení spoločnosti do značnej miery k určitej objektivizácii výslednej hodnoty.

Stanovenie trvalo udržateľnej miery rastu sme sa pokúsili odhadnúť viacerými spôsobmi:

- a) Odvođením od miery inflácie HCIP 1,4 % za rok 2017 s prognózou 2 % na roky 2018 a 2019.¹¹⁶
- b) Odvođením od miery rastu HDP, ktorá bola v roku 2016 a v roku 2017 približne na rovnakej úrovni 3,3 %, pričom prognózy na roky 2018 a 2020 sú na úrovni 4,2 % a 4,6 %.¹¹⁷
- c) Odvođením od tempa rastu tržieb v odvetví, ktoré sme identifikovali pomocou DATACUBE na stránke Štatistického úradu Slovenskej Republiky, na úrovni 5 % za horizont 2008 – 2017.
- d) Odvođením od tempa rastu tržieb hodnotenej spoločnosti, ktoré sme kvôli presnosti odvodzovali z časového horizontu 2013 až 2022 (zahŕňajúc plán) s priemerným tempom rastu vypočítanú aritmetickým priemerom na úrovni 6 %.
- e) Odvođením pomocou aktivačného pomeru a ROE podľa vzorca na strane č. 47 „ $g = \text{aktivačný pomer} * ROE$ “, čo nebolo možné pretože spoločnosť eviduje neuhradenú stratu minulých období
- f) Odvođením pomocou aktivačného pomeru podľa vzorca, na strane č. 44 s využitím ukazovateľa EPS, na základe čoho sme odvodili g na úrovni 2 %, daný výpočet však nie je vhodné využiť vzhľadom na to, že spoločnosť nie je akciová spoločnosť.

¹¹⁶ TÓTH, Ján. *Aktuálny a očakávaný vývoj SR*. Bratislava : Národná banka Slovenska. Dňa 31.10.2017. Dostupné na < https://www.nbs.sk/img/Documents/Rozhovory/2017/Prezentacia_vcgToth_Aktualny_a_ocakavany_vyvoj_SR.pdf > [Cit. dňa 19.3.2018]

¹¹⁷ TÓTH, Ján. *Aktuálny a očakávaný vývoj SR*. Bratislava : Národná banka Slovenska. Dňa 31.10.2017. Dostupné na < https://www.nbs.sk/img/Documents/Rozhovory/2017/Prezentacia_vcgToth_Aktualny_a_ocakavany_vyvoj_SR.pdf > [Cit. dňa 19.3.2018]

Z dôvodu existencie viacerých možností a rôznych mier, na ktoré by sme mohli naviazať pri našom odhade a s ohľadom na možné potenciálne odchýlky súvisiace s dlhodobým charakterom odhadu (čo zvyšuje riziko významnej chyby) a teda z dôvodu opatrnosti sme sa rozhodli stanoviť trvalo udržateľnú **mieru rastu na úrovni 2,8 %**.

Vzhľadom na to, že spoločnosť je dcérskou spoločnosťou francúzskej spoločnosti, všeobecnou praxou, podobne ako v ostatných spoločnostiach na Slovenskom trhu, je upravovanie výsledku hospodárenia pomocou odčerpávania peňažných prostriedkov cez manažérske poplatky a prispôsobovanie marží v dcérskych spoločnostiach, čo vplýva na výsledok hospodárenia a v konečnom dôsledku vplýva aj na výslednú hodnotu podniku stanovenú výnosovou metódou, rozhodli sme sa upraviť peňažné toky zvýšením o 160 tis. € ročne.

Pre stanovenie pokračujúcej hodnoty FCF entity sme výšku odčerpateľných zdrojov FCF_{t+1} identifikovali na úrovni 270 tis. €, kde sú zahrnuté zmeny ČPK (plánované znižovanie pri zefektívnení procesov, spôsobujúce rast peňažných prostriedkov). Rovnaký prístup sme využili aj pri FCF equity sme identifikovali FCF_{t+1} na úrovni 230 tis. €.

Tabuľka č.45: *Cash Flow dlhodobý plán*

Plán peňažných tokov	OS 2017	Plán 2018	Plán 2019	Plán 2020	Plán 2021	Plán 2022
Stav peňažných prostriedkov k 1.1.	23 338	12 466	78 261	149 407	297 631	42 981
CF z prevádzkovej činnosti	41 548	190 375	116 147	193 224	240 350	288 997
CF z investičnej činnosti	-175 500	-206 500	-1 100 000	0	-450 000	-400 000
CF z finančnej činnosti	123 080	81 920	1 055 000	-45 000	-45 000	125 000
CF Celkový	-10 872	65 795	71 147	148 224	-254 650	13 997
Stav peňažných prostriedkov k 31.12.	12 466	78 261	149 407	297 631	42 981	56 978

Zdroj: Vlastné spracovanie

V tabuľke č. 46 vidíme upravené peňažné toky za obdobie plánovania.

Tabuľka č.46: *Stanovenie všeobecnej hodnoty podniku*

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	SUM
FCF entity	26 048	143 875	276 147	353 224	400 350	448 997	
FCF equity	149 128	225 795	231 147	308 224	-94 650	173 997	
(1+i)^t entity	1,09	1,18	1,28	1,39	1,51	1,63	
(1+i)^t equity	1,09	1,19	1,29	1,41	1,53	1,67	
FCF entity/(1+i)^t	24 002	122 157	216 043	254 635	265 935	274 819	1 130 691
FCF equity/(1+i)^t	136 916	190 328	178 884	219 001	-61 744	104 210	745 811

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ako diskontnú sadzbu pre metódu DCF Entity použijeme mieru kapitalizácie vypočítanú metódou váženého aritmetického priemeru WACC pri hodnotení efektívnosti investičného projektu, mieru 8,53 %.

Diskontnú sadzbu pre DCF Equity sme vypočítali pomocou metódy CAPM, v ktorej sme ako bezrizikovú sadzbu použili priemernú úrokovú sadzbu dvoch štátnych dlhopisov, ktorej výška bola stanovená na úrovni 8,92 %.

Na výpočet pokračujúcej hodnoty sme teda využili Gordonovu metódu využívanú pri očakávaní stabilného rastu, následne nám pokračujúca hodnota vyšla:

- pre FCF Entity na úroveň 4,886 mil. €
- pre FCF Equity na úroveň 3,885 mil. €

Výpočtom uvedeným v teórii sme dostali všeobecnú hodnotu podniku pre:

- ***Všeobecná hodnota podniku pre veriteľov a vlastníkov činí po odčítaní cudzích zdrojov 3,108 mil. €.***
- ***Všeobecná hodnota podniku pre vlastníkov činí po odčítaní cudzích zdrojov 2,216 mil. €.***

Záver

Diplomovú prácu sme vypracovali na základe teoretických poznatkov získaných štúdiom odbornej literatúry. Existuje viacero prístupov, ktoré je možné využiť pri ohodnocovaní podniku. V našej práci sme pri ohodnotení podniku použili subjektívny prístup, pri ktorom sa vychádza prevažne z podkladov, ktoré sa v praxi získavajú priamo zo zdrojov od konkrétnych spoločností. Jedná sa o očakávania manažmentu jednotlivých spoločností, ktoré sa premietajú do finančných plánov. Hodnota, ktorú sme zistili by mala byť investičnou hodnotou pre vlastníka alebo pre iné strategické rozhodnutie. Tým sme splnili základný cieľ, ktorým bolo stanovenie hodnoty podniku.

Čiastkovým cieľom bolo zostaviť finančný plán vychádzajúc z informácii, ktoré nám poskytla analýza finančnej situácie podniku s využitím analýzy ex post, ktorou sme zhodnotili doterajší vývoj a analýza ex ante, ktorej aplikáciou sme sa pokúsili identifikovať, či podniku hrozí bankrot. Zistili sme, že podnik je finančne zdravý, o čom vypovedá finančná analýza ex ante a ex post, aj keď sa našli rizikové položky, ako slabá likvidita prvého stupňa, alebo dlhé doby inkasa pohľadávok a obratu zásob. Taktiež je potrebné optimalizovať kapitálovú štruktúru, pretože spoločnosť viaže vysoké množstvo vlastných zdrojov, ktoré sú považované za drahšie zdroje financovania.

Následne po zhodnotení finančnej situácie podniku s ohľadom na analýzu silných a slabých stránok podniku, ktorú sme vykonali cez SWOT analýzu, sme zvolili stratégiu smerovania podniku do ďalších rokov a stanovili sme si ciele pre krátkodobý a dlhodobý horizont vo finančnom pláne.

Poznáme viacero metód, ktoré sa používajú pri vypracovaní finančného plánu, v práci sme sa z dôvodu rozsiahlosti práce zaoberali len metódami plánovania pomocou finančných pomerových ukazovateľov pre krátkodobú časť plánu. Dlhodobú časť plánu sme vypracovali pomocou modelu tvorby dlhodobého finančného plánu, ktorý vychádza z očakávanej skutočnosti účtovných výkazov východiskového roka a formulovaných finančných cieľov pre tvorbu ďalších čiastkových plánov.

Za účelom objektivizácie spôsobu stanovenia hodnoty podniku, sme sa snažili finančný plán korigovať a z dôvodu opatrnosti (konzervatívny prístup), sme volili nižšiu trvalo udržateľnú mieru rastu do 3 %, ktorú sme použili pri stanovení hodnoty podniku dvojfázovou výnosovou metódou.

Hlavný cieľ sme splnili, vytvorili sme podrobný finančný plán, kde sme využili poznatky zo štúdia na univerzite. Dospeli sme k záveru, že finančný plán je faktor, ktorý

najvýznamnejšou mierou ovplyvňuje výnosovú hodnotu podniku. Preto treba v prípade použitia výnosových metód dávať veľký dôraz na vypracovanie korektného finančného plánu.

Na záver dodávame, že uvádzané informácie a skutočnosti nemusia byť totožné s realitou. Niektoré slúžia ako modelové príklady, respektíve návrhy pre vypracovanie práce.

Zoznam použitej literatúry

Knihy / Monografie

1. BRELAY, Richard A. a kol. Principles of Corporate Finance. 8.vyd. New York : The McGraw-Hill Companies, Inc. 2007 1039 s. ISBN: 978-0-07-063580-7
2. BRIGHAM, Eugen F. - GAPENSKI, Louis C. Intermediate financial management. 3.vyd. Orlando : Rinehrat and Winston, Inc., 1990. 923 s. ISBN: 0-03-030552-7
3. HARUMOVÁ, Anna. Ohodnocovanie pohľadávok. Bratislava : Ekonóm, 2002. 237 s. ISBN: 80-89047-45-9
4. HYRÁNEK, Eduard - NAGY, Ladislav. Finančné plánovanie. 1. vyd. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2015. s. 201 ISBN 978-80-225-4171-8
5. KARDOŠ, Peter a JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. 284 s. ISBN: 978-80-8168-460-9
6. KISLINGEROVÁ, Eva Oceňování podniku. 2. vyd. Praha : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN: 80-7179-529-1
7. KISLINGEROVÁ, Eva. a kol. Manažerské finance. 3.vydání, Praha : C.H.Beck, 2010. 811 s. ISBN: 978-80-7400-194-9
8. KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. 2.vyd. Praha : C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0
9. KNÁPKOVÁ, Adriana - PAVELKOVÁ, Drahomíra - ŠTEKER, Karel. Finanční analýza. 2.vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2013. 236 s. ISBN: 978-0-247-4456-8
10. KNOTT, Geoffrey. Financial Management. 4.vyd. New York: PALGRAVE MACMILLAN, 2004. 373 s. ISBN: 1-4039-0382-4
11. KRÁĽOVIČ, Jozef. Finančné plánovanie podniku. Bratislava: Sprint dva, 2010. 212 s. ISBN: 978-80-89393-20-6
12. KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2.vyd. Praha : Wolters Kluwer, 2016. 332 s. ISBN: 978-80-7552-499-7
13. MAJDÚCHOVÁ, Helena - NEUMANNOVÁ, Anna. Podnik a podnikanie. Bratislava : Sprint 2, 2014. 215 s. ISBN: 978-80-89710-04-1
14. MANESS, S. Terry. Introduction To Corporate Finance. New York: McGraw-Hill Book Company, 1988. 551 s. ISBN: 0-07-039934-4

15. MARKOVIČ, Peter - Tóthová, Alena, Kubranová, Magdaléna. Finančný manažment na prahu 21.storočia. Bratislava : Ekonóm, 2013 268 s. ISBN: 978-80-225-3721-6
16. MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN: 978-80-86929-67-5
17. MLČOCH, Jan. Oceňování podniku. Praha : Linde, 1998. 159 s.
18. REŽŇÁKOVÁ, Mária. a kol. Řízení platební schopnosti podniku. Praha : Grada Publishing, 2010. 192 s. ISBN: 978-80-247-3441-5
19. SIVÁK, Rudolf - Mikócziová, Jana. Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov. 2.vyd. Bratislava : Sprint 2, 2009. 302 s. ISBN: 978-80-89393-06-0
20. SYNEK, Miloslav. a kol. Manažérska ekonomika. 4.vydání, Praha : Grada Publishing, 2007. 464 s. ISBN: 978-80-247-1992-4
21. TICHY, E.G. Oceňování podniku. Praha: Linde, 1991. 166 s.
22. TRUGMAN, Gary, R. Understanding Business Valuation : A Practical Guide To Valuing Small To Medium Sized Businesses. 5.vyd. New York: John Wiley & Sons, 2018. 1264 s. ISBN: 978-1-94549-830-5
23. VALACH, Josef. a kol. Finanční řízení podniku. 2.vyd. Praha : Ekopress, 1999. 324 s. ISBN: 80-86119-21-1
24. VLACHYNSKÝ, Karol. - KRÁĽOVIČ, Jozef. Finančný manažment. 3.vydanie. Bratislava : IURA Edition, 2011. 468 s. ISBN: 978-80-8078-356-3
25. ZALAI, Karol. a kol. Finančno-ekonomická analýza podniku. 8.vydanie. Bratislava : Sprint 2, 2013. 471 s. ISBN: 978-80-89393-80-5

Článok zo zborníka a monografie

1. Prezentačný materiál spoločnosti Arden Equipment Slovakia

Zákony

1. §2 odsek 1 zákona č. 513/1991 Zb. obchodný zákonník
2. §17 ods. 1 zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve
3. Zákon č. 595/2003 Z.z. o dani z príjmov

Internetové zdroje

1. Štatistická klasifikácia ekonomických činností podľa SK NACE. [Cit. 07.01.2016]
Dostupné na: <www.financnasprava.sk>
2. Účtovné závierky dostupné na: <www.registeruz.sk>
3. Redakcia openiazoch.sk. *Počet fúzií a akvizícií na Slovensku v prvom polroku klesol, pozrite si Top 10 najväčších transakcií v regióne*. Dostupné na <<https://openiazoch.zoznam.sk/cl/180395/Pocet-fuzii-a-akvizicii-na-Slovensku-v-prvom-polroku-klesol-pozrite-si-Top-najvacsich-transakcii-v-regione>> Bratislava 3.10.2017 [Cit. dňa: 21.2.2018]
4. www.indexpodnikatela.sk
5. Portfólia štátnych dlhopisov dostupné na:
<https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.htm> [Dňa 01.02.2018]
6. DAMODARAN, Aswath. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Január 2018, dostupné na: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html> [Dňa 01.02.2018] dostupné na:
7. Koeficienty beta pre odvetvia. Dostupné na: <www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls> [Dňa 01.02.2018] Engineering/Construction
8. TÓTH, Ján. *Aktuálny a očakávaný vývoj SR*. Bratislava : Národná banka Slovenska. Dňa 01.10.2017. Dostupné na <https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Rozhovory/2017/Prezentacia_vcgToth_Aktualny_a_ocakavany_vyvoj_SR.pdf> [Cit. dňa 01.02.2018]
9. DATACUBE dostupné na stránke slovak.statistics.sk

Články v elektronických časopisoch a iné príspevky

1. GRELL, Michal. *Matematický aparát modelu HGN na meranie výkonnosti nefinančného ziskového podniku: Mathematical apparatus of HGN model for measuring performance of non - financial profit enterprise*. Časopis znalostní společnosti: mezinárodní vědecký časopis = international scientific journal. Brno: Knowler - Evropský institut pro výzkum, inovace a vzdělávání, 2016, (2), 48-60. ISSN 2336-2561.

Prílohy

Príloha A Súvaha - aktíva

Príloha B Súvaha - pasíva

Príloha C Výkaz ziskov a strát

Príloha D Pasport okolia podniku ARDEN EQUIPMENT SLOVAKIA