

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101006/I/2022/421000161426

Oceňovanie vybraného podniku

Diplomová práca

2022

Bc. Katarína Harabrínová

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Oceňovanie vybraného podniku

Diplomová práca

Študijný program: Financie

Študijný odbor: Ekonómia a manažment

Školiace pracovisko: Katedra financií

Vedúci záverečnej práce: Ing. Kristína Jančovičová Bognárová, PhD.

Bratislava 2022

Bc. Katarína Harabrínová

ABSTRAKT

HARABRÍNOVÁ, KATARÍNA: *Oceňovanie vybraného podniku*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra financií. – Vedúca záverečnej práce: Ing. Kristína Jančovičová Bognárová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2022, 94 strán.

Hlavným cieľom záverečnej práce je charakterizovať jednotlivé metódy oceňovania podnikateľských subjektov na základe teoretických poznatkov a vykonať ocenenie vybraného podnikateľského subjektu. Záverečná práca obsahuje 8 tabuliek, 13 grafov, 7 schém a 3 obrázky. Prvá kapitola s názvom „Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí“ obsahuje základné údaje, definície a delenia sledovanej problematiky. V tejto časti je definovaný pojem oceňovanie, jeho právna úprava a základné metódy oceňovania, ich výhody a nevýhody. Súčasťou práce sú aj potrebné podklady pre oceňovanie podniku a faktory, ktoré pôsobia na presnosť odhadovanej hodnoty podniku. Druhá časť práce charakterizuje základný cieľ práce, použité postupy a metódy. Tretia, posledná, kapitola práce charakterizuje základné údaje vybranej spoločnosti, jej postavenie v odvetví a následnú aplikáciu postupu oceňovania a použitie vybraných metód oceňovania podnikov. V závere diplomovej práce sa nachádza zhodnotenie výsledkov záverečnej práce a dopad zmien jednotlivých efektov metód na celkovú hodnotu spoločnosti na základe analýzy oceňovania.

Kľúčové slová: oceňovanie, hodnota spoločnosti, strategická analýza, finančné zdravie podniku, metódy oceňovania, oceňovanie na základe analýzy výnosov.

ABSTRACT

HARABRÍNOVÁ, KATARÍNA: *Valuation of the selected company*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Finance. – Supervisor: Ing. Kristína Jančovičová Bognárová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2022, 94 pages.

The main objective of the thesis is to characterize the individual methods of valuation of business entities on theoretical knowledge basis and to perform the valuation of the selected business entity. The thesis contains 8 tables, 13 graphs, 7 diagrams and 3 pictures. The first chapter entitled „Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí“ contains basic data, definitions and divisions of the investigated issues. This section defines the concept of valuation, its legal regulation and basic valuation methods, their advantages and disadvantages. The thesis also includes the necessary bases for the valuation of the company and the factors that affect the accuracy of the estimated value of the company. The second part of the final thesis characterizes the basic goal of the thesis, used procedures and methods. The third and the last chapter of the thesis characterizes the basic data of the selected company, its position in the industry and the subsequent application of the valuation procedure and use the selected methods of enterprise valuation. The thesis concludes with an evaluation of the results of the final thesis and the impact of changes in individual effects of methods on the overall value of the company created on the valuation analysis basis.

Key words: valuation of the company, company value, strategic analysis, financial health of the company, valuation methods, valuation based on revenue analysis.

Zoznam tabuliek a schém

Zoznam obrázkov

Obrázok 1 Metódy oceňovania čistého obchodného majetku	22
Obrázok 2 Základné okruhy metód oceňovania podniku	40
Obrázok 3 Identifikačné údaje spoločnosti Omega a.s.	62

Zoznam schém

Schéma 1 Využitie metód oceňovania podľa charakteru podniku	23
Schéma 2 Modifikácia výpočtu pracovného kapitálu	37
Schéma 3 Investovaný kapitál a jeho zložky	42
Schéma 4 Výpočet voľného peňažného toku (FCF)	43
Schéma 5 Výpočet voľného peňažného toku pre vlastníkov (FCFE)	46
Schéma 6 Oceňovanie podniku pre vlastníkov	51
Schéma 7 Hodnota operačných aktív	51

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1 Zhodnotenie finančnej situácie podniku na základe Altman modelu ...	34
Tabuľka 2 SWOT analýza spoločnosti Omega a.s.	68
Tabuľka 3 Prevádzkovo nutný majetok spoločnosti za obdobie 2015 – 2020	82
Tabuľka 4 Výpočet voľného peňažného toku spoločnosti za obdobie 2015 – 2020	82
Tabuľka 5 Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou DFC pre rok oceňovania 2020	84
Tabuľka 6 Prehľad hodnôt základných veličín a výsledné hodnoty EVA za sledované obdobie	85
Tabuľka 7 Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou EVA pre rok oceňovania 2020	86
Tabuľka 8 Prehľad použitých metód oceňovania a ich výsledných hodnôt	88

Zoznam grafov

Graf 1 Horizontálna analýza vybraných položiek aktív v Súvahe spoločnosti Omega a.s.	69
Graf 2 Horizontálna analýza vybraných položiek pasív v Súvahe spoločnosti Omega a.s.	70
Graf 3 Horizontálna analýza vybraných položiek VZaS spoločnosti Omega a.s.....	71
Graf 4 Horizontálna analýza vybraných položiek výkazu cash flow spoločnosti Omega a.s.....	72
Graf 5 Horizontálna analýza vybraných položiek výkazu Cash flow spoločnosti Omega a.s.....	72
Graf 6 Vertikálna analýza základných položiek aktív v súvahe spoločnosti Omega a.s.	73
Graf 7 Vertikálna analýza základných položiek pasív v súvahe spoločnosti Omega a.s.	74
Graf 8 Základné ukazovatele zadlženosti spoločnosti Omega a.s.....	75
Graf 9 Základné ukazovatele zadlženosti spoločnosti Omega a.s.....	76
Graf 10 Vybrané ukazovatele zadlženosti spoločnosti Omega a.s.....	76
Graf 11 Vybrané ukazovatele rentability spoločnosti Omega a.s.	77
Graf 12 Vybrané ukazovatele aktivity spoločnosti Omega a.s.	78
Graf 13 Výsledné hodnoty Altman modelu spoločnosti Omega a.s.	79

Obsah

Úvod.....	9
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí	11
1.1 Právna úprava oceňovania.....	11
1.1.1 Potrebné podklady pre oceňovanie.....	17
1.1.2 Faktory ovplyvňujúce presnosť hodnoty oceňovania podniku	19
1.2 Oceňovanie podniku ako celku	20
1.2.1 Metódy pre finančné oceňovanie podniku	22
1.3 Postup pri oceňovaní podniku	24
1.3.1 Zber vstupných dát	24
1.3.2 Strategická analýza.....	26
1.3.3 Analýza finančného zdravia podniku	27
1.3.4 Analýza a prognóza generátorov hodnoty	35
1.3.5 Zostavenie finančného plánu.....	38
1.4 Základné metódy oceňovania podniku.....	39
1.4.1 Metódy založené na základe analýzy výnosov.....	40
1.4.2 Metódy založené na základe analýzy trhu.....	53
1.4.3 Metódy založené na základe analýzy majetku	55
2 Cieľ a metodika práce a metódy skúmania.....	59
3 Výsledky práce.....	61
3.1 Charakteristika spoločnosti	61
3.2 Strategická analýza.....	63
3.2.1 Analýza vonkajšieho potenciálu – PESTLE analýza	64
3.2.2 Analýza vnútorného potenciálu	66
3.2.3 SWOT analýza	67
3.3 Analýza finančného zdravia podniku.....	68
3.3.1 Analýza absolútnych ukazovateľov	69

3.3.2	Analýza pomerových ukazovateľov	74
3.4	Oceňovanie vybranej spoločnosti Omega a.s.	80
3.4.1	Oceňovanie na základe analýzy výnosov	81
3.4.2	Výsledné porovnanie použitých výnosových metód	87
Záver		90
Zoznam použitej literatúry		92
Prílohy		95

Úvod

Pre každý podnikateľský subjekt pôsobiaci či už na Slovensku alebo vo svete je potrebné vykonávať pravidelne kontrolu finančných výkazov, ukazovateľov a rôznych finančných dát daného subjektu. Prostredníctvom uvedenej kontroly je možné získať sumárny prehľad výkonu podnikateľského subjektu a predpokladať jeho budúce pôsobenie. Vhodné z hľadiska prehľadnosti a celkového významu sa naskytuje práve oceňovanie, ktoré zahŕňa všetky analýzy nevyhnutné na vyhodnotenie finančného správania sa v predchádzajúcich obdobiach, v súčasnosti a v predpokladanej budúcnosti. Oceňovanie predstavuje komplexný súbor a prienik rôznych finančných postupov a metód. Finančná a strategická analýza, finančný a podnikateľský plán predstavujú základné súčasti pri tvorbe oceňovania podniku. Z historického hľadiska oceňovanie nepredstavuje novú terminológiu najmä v ekonomickej teórii pri rozvinutých trhovách ekonomikách. V krajinách ako Nemecko, Veľká Británia a USA bolo oceňovanie uvedené skôr ako na našom území. Na Slovensku pojem oceňovanie a skúsenosti spojené s používaním metód oceňovania sa nachádzajú v menšej miere použiteľnosti. S postupom času, príchodom modernizácie, nových finančných a technologických procesov sa táto disciplína dostáva do popredia.

V súčasnej dobe predstavuje oceňovanie nevyhnutnú súčasť pri rôznych činnostiach podnikateľských subjektov. Najmä v dnešnej dobe, keď vo svete prevláda pandémia Covid-19, ktorá vo veľkej miere ovplyvňuje výkon a existenciu všetkých pôsobiach podnikateľských subjektov. Nastávajú krízové situácie a množstvo podnikov sa ocitlo v obťažných ekonomických podmienkach. Práve správne vypracované oceňovanie môže byť jeden zo spôsobov ako zachrániť spoločnosť. Ak sa rozhodnú vlastníci odpredať spoločnosť, prípadne sa pokúsia zachrániť činnosť spoločnosti prostredníctvom získania cudzích finančných zdrojov od veriteľov, je náležité predložiť správu o finančnom zdraví a o výslednej hodnote danej spoločnosti.

Záverečná práca je zameraná v prvom rade na teoretický prehľad, vysvetlenie a definovanie pojmu oceňovanie a s ním súvisiace právne úpravy, výhody, nevýhody a ovplyvňujúce faktory. V práci je zahrnuté detailnejšie vysvetlenie postupu oceňovania a v ďalšom kroku sú vysvetlené základné metódy oceňovania použiteľné pre všetky podnikateľské subjekty. Dané oceňovacie metódy sú zaradené a rozdelené do rôznych skupín a ich aplikácia do praxe záleží od postoja a od subjektívnych a objektívnych

rozhodnutí oceňovatele. Klúčovými zdrojmi na získanie všetkých teoretických poznatkov bola najmä knižná zahraničná a domáca literatúra, internetové zdroje časopisov, zborníkov a rôznych iných periodík a v neposlednom rade finančné internetové stránky poskytujúce finančné údaje.

Druhým cieľovým zameraním práce bola praktická aplikácia dosiahnutých teoretických poznatkov. Na vypracovanie a zhotovenie výsledných analýz a hodnôt sme zvolili jeden podnikateľský subjekt, ktorého oficiálne obchodné meno sme nezverejnili z dôvodu neobdržania súhlasu na jeho použitie. Pre potreby záverečnej práce sme sa rozhodli stanoviť meno danej spoločnosti ako Omega a.s.

Záverečná práca je postavená a rozčlenená do troch základných kapitol. V prvej časti práce sú zhrnuté a rozpracované všetky teoretické poznatky o téme oceňovanie. Druhá časť pozostáva z uvedenia základného cieľa práce a vymenovania použitej metodiky a metód výskumu, ktoré sa používali počas celého zostavovania záverečnej práce. V záverečnej, tretej časti práce sú aplikované teoretické poznatky o oceňovaní na vybranej spoločnosti. V úvode tejto časti sa nachádzajú základné údaje o danej spoločnosti a následne sú uvedené výsledné úvahy, poznatky a hodnoty daných použitých analýz. Každý krok bol v súlade s postupom oceňovania. Po rôznych úvahách sme zvolili metódu oceňovania na základe, ktorej sme získali výslednú hodnotu sledovaného podniku. V závere práce sme už iba zhodnotili dosiahnuté výsledky a vyjadrili názor o budúcom pokračovaní daného podnikateľského subjektu.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Oceňovanie ako ekonomická vedná disciplína zažíva svoj postupný rast. Mnohí odborníci sa každoročne snažia skvalitňovať teoretické poznatky a praktické postupy, ktoré napomáhajú k tomu, aby sa práve výsledky oceňovania čo najviac približovali realite. Oceňovanie je známy pojem, či už pre odborníkov, ktorí pracujú v rámci finančnej sféry, ale aj pre laikov, ktorí majú prístup iba k základným informáciám a poznatkom o tejto vednej disciplíne. V praxi sa môže oceňovať majetok a záväzky, určité časti nehnuteľností alebo podnik ako celok.

1.1 Právna úprava oceňovania

Oceňovanie podniku v Slovenskej republike bolo pôvodne legislatívne upravené vyhláškou č. 492/2004 Z. z., o stanovení všeobecnej hodnoty majetku, ktorú schválilo Ministerstvo spravodlivosti SR. S odstupom času, po niekoľkých rokoch Ministerstvo spravodlivosti SR po prerokovaní a schválení zmenilo štruktúru vyhlášky a od roku 2017 je platná vyhláška č. 213/2017 Z. z.¹, o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. Uvedená vyhláška predstavuje najaktuálnejšiu doplnenú vyhlášku, z ktorej čerpajú znalci a oceňovatelia a na jej základe vznikajú výsledné výstupy oceňovania. V tejto vyhláške sú veľmi podrobne stanovené oceňovacie postupy a metódy.

Existujú aj ďalšie predpisy, ktoré sa uplatňujú pri oceňovaní nielen na Slovensku, ale aj na celom svete, o ktorých by mal vedieť každý oceňovateľ. „Do tejto kategórie zaraďujeme Medzinárodné oceňovacie štandardy (IVS – International Valuation Standards) a Európske oceňovacie štandardy (EVS – European Valuation Standards). Nemajú povahu záväzného predpisu, ale predstavujú súbor uznávaných odporúčaní.“²

Na Slovensku je pomerne voľná právna úprava, ktorá dovoľuje oceňovateľovi použiť svoje odborné znalosti a skúsenosti pri riešení daného oceňovania. Práve v tomto prípade vzniká informačná nerovnováha medzi oceňovateľom a laikom, ktorý si dal vypracovať oceňovanie. Rôzni oceňovatelia môžu používať rôzne metódy, termíny a tým sa sťažuje interpretácia výsledkov užívateľa ocenenia. „Oceňovacie štandardy sú uzákonené pravidlá. Vyvinuli v zmysle „best practice“ podľa reakcií na užívateľské potreby a najmä uspeli v

¹ 213/2017 Z. z. : 2017 : Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky. [online] Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2017/213/>.

² MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.22. ISBN 978-80-87865-38-5.

dôsledku pokusov v rámci reálne prebiehajúcich transakcií. Ak oceňovateľ vychádza zo všeobecne platných noriem a predpisov, pre užívateľa ocenenia to predstavuje ľahšiu interpretáciu a pochopenie prezentovaných výsledkov.“³

„Podnik sám o sebe nemá žiadnu objektívne danú hodnotu.“⁴ Preto nemôže existovať jediné správne ocenenie, ktoré by sa dalo použiť na všetky účely. Z tohto princípu je dôležité si hneď na začiatku oceňovania stanoviť, na aké účely bude slúžiť. V zásade môže oceňovanie slúžiť pre potreby štátnej administratívy ako aj pre potreby oceňovania podnikateľských účelov. Pre štátnu administratívu je požadovaná jednoznačnosť výsledkov, pri hodnotení je možné pripustiť rôzne zjednodušenia, využiť prijaté zásady a stanovené metódy. Do tejto skupiny zaradíme najmä potreby oceňovania pre prípad dedičského konania alebo pre daňové účely. Pre účely podnikateľského hodnotenia je potrebné také oceňovanie, ktoré najlepšie predstaví všetky šance a možné riziká hodnoteného podniku. Hlavným cieľom podnikania je dosiahnutie čo najvyššej trhovej hodnoty, a práve zmyslom podnikateľského oceňovania spoločnosti je odhad tejto hodnoty. Príslušný trh stanoví odhad, ktorý vznikol na základe ocenenia súčasného stavu a budúcich predpokladov podniku.

Existujú rôzne podnety, ktoré vedú podnik k oceňovaniu:

- predaj alebo kúpa podniku,
- podnik rozhodne vstúpiť na burzu,
- získanie nového kapitálu, či už vlastného alebo cudzieho,
- pri rozhodovaní sa o ďalších fázach vývoja podniku.

Základné princípy, ktoré sa využívajú pri oceňovaní, sa pri každom jednom ocenení nepatrne líšia. „Oceňovanie majetku je činnosť, kde určitému predmetu alebo súboru predmetov patrí daná určitá peňažná hodnota.“⁵ Ak napríklad potrebujeme zistiť predajnú hodnotu ojazdeného automobilu, existujú rôzne databázy, ktoré zhromažďujú údaje o predajoch rôznych automobilov a zaznamenávajú štatistiky a hodnotenia. Použije sa jednoduchý postup oceňovania, ktorý prebieha na princípe porovnávania. Hodnotenie

³ KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1.vyd. Praha : Grada Publishing, 2009. s. 159-163. ISBN 978-80-247-2865-0.

⁴ VALACH J. a kolektiv. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha : Ekopress, s.r.o., 1997, s. 205. 80-86119-21-

⁵ HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1.vyd. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 8. . ISBN 978-80-89364-29-9.

a oceňovanie podniku už predstavuje súhrn zložitejších postupov a metód, ale naďalej základným princípom oceňovania je vždy porovnávanie.

V dnešnej dobe sa stáva oceňovanie podnikov viac aktuálnym a jeho význam narastá aj z dôvodu pretrvávajúcej pandemickej situácie, ktorá ovplyvňuje vo veľkej miere finančnú situáciu na Slovensku i vo svete. „Spoločnosti sa rozširujú, zlučujú, kooperujú, predávajú, alebo v horších prípadoch sa dostávajú do finančnej tiesne a krachujú. Účel k akému má slúžiť oceňovanie, prípadne pre koho má byť vykonané je dôležitým kritériom, ktoré má zásadný vplyv na určenie celého procesu oceňovania. Vo všeobecnom chápaní sa definujú rôzne spôsoby oceňovania podniku.“⁶

Oceňovanie podniku podnikom samotným

Oceňovanie podniku samotným podnikom je vykonávané prostredníctvom manažmentu daného podniku, ktorý má na to náležité dôvody. „Oceňovanie prebieha na základe znalostí, ktoré má k určitému okamihu a môže zahŕňať aj pohľad do budúcnosti, ale iba na základe doterajších údajov a súčasného stavu.“⁷ Jedným z dôvodov je potreba majiteľov, ktorí majú záujem zistiť plnenie svojich stanovených cieľov a či sa spoločnosť ubera správnym smerom. Jedným z najdôležitejších zistení, je či za dané obdobie podnik dosahuje zisk alebo stratu a následne podľa finančných ukazovateľov získa poznatky o vyhliadkach do budúcnosti. „Druhým dôvodom je potreba manažmentu, ktorý si počas činnosti podniku stanovuje ciele (napr. dosiahnutá hodnota spoločnosti) a hodnotenie podniku využíva ako spätnú väzbu svojej činnosti.“⁸

Oceňovanie z dôvodu vlastníckej zmeny v spoločnosti

Počas činnosti spoločnosti môžu majitelia dospieť k rozhodnutiu o predaji spoločnosti, jej časti alebo kvôli prípadnej fúzii podnikov. Pri týchto úkonoch je potrebné pre predávajúceho a kupujúceho poznať trhovú hodnotu spoločnosti, ktorá by mala byť upravená aj o subjektívne aspekty. „Mnohí teoretici oceňovania podnikov sa zhodujú v tom, že hodnota podniku predstavuje jedinečný jav. Hodnota podniku nie je prioritne

⁶ VOCHOZKA, M. a kolektív. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vyd. Praha : GRADA Publishing, 2020. s.9. ISBN 978-80-271-1701-7.

⁷ VALACH J. a kolektív. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha : Ekopress, s.r.o., 1997, s. 205. 80-86119-21-

⁸ VOCHOZKA, M. a kolektív. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vyd. Praha : GRADA Publishing, 2020. s.9. ISBN 978-80-271-1701-7.

pravdepodobná cena podniku, ale znamená súhrn úžitkov skutočného účastníka transakcie.“⁹ Subjektívne názory kupujúcich a predávajúcich sa vo veľkej miere nezhodujú, aj keď sú spravidla podložené na rovnakých objektívnych základoch. Jedným z aspektov pre predávajúceho je budúci vývoj spoločnosti. Ak má víziu nového inovatívneho produktu, budúce očakávania budú pozitívneho charakteru. Zo strany kupujúceho bude dôležitý motív kúpi spoločnosti v rámci jeho subjektívnych aspektov. Právna forma a s ňou súvisiaci spôsob ručenia sú ďalšou skutočnosťou, ktorá má pri zmenách (predaj alebo fúzia spoločnosti) zásadný vplyv na hodnotu spoločnosti.

Oceňovanie podniku zo strany externých subjektov

Pre externé subjekty je dôležité poznať všetky údaje hodnotenia podniku, pretože práve táto skupina subjektov najviac spolupracuje s hodnoteným podnikom. V modernej literatúre sa externé subjekty nazývajú „stakeholders“. „Stakeholders“ predstavujú záujmovú skupinu, ktorá ovplyvňuje hodnotenie podniku a súčasne je aj podnikom ovplyvňovaná. Do skupiny „stakeholderov“ sa zahrňujú dodávatelia, odberatelia, banky, poisťovne, zamestnanci, odborové zväzy a mnohí ďalší. Vysoko spoľahlivé hodnotenie vykonávajú inštitúcie, ktoré poskytujú spoločnosti finančné prostriedky alebo zabezpečujú určitú ochranu majetku a celkového zachovania podniku na trhu. Tieto orgány majú najlepší prístup k najaktuálnejším informáciám získaným priamo od klienta. Bankovní analytici spoločne s ratingovými a skóringovými agentúrami sa snažia dosiahnuť spoločný cieľ, a to predikciu budúceho vývoja sledovaného klienta a jeho schopnosti plniť svoje záväzky včas a v dostatočnej výške. Zvyšní „stakeholderi“ už nemajú prístup k tak prepracovaným údajom. Spravidla majú prístup k riadnej účtovnej závierke, ktorá nemusí v danom momente oceňovania vypovedať o práve aktuálnom stave daného podniku. Pre dodávateľa je dôležitá finančná stabilita zákazníka. Ak by nastala situácia finančnej nestability klienta a dosiahlo by sa možné nesplatenie záväzkov, v niektorých prípadoch by bola táto situácia pre daného dodávateľa likvidačná. Odberatelia sa taktiež pozerajú najmä na stabilitu finančnej situácie svojich dodávateľov, a to z dôvodu plynulého zaistenia procesu vytvárania materiálnych statkov potrebných pre život spoločnosti.

⁹ VOCHOZKA, M. a kolektiv. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vyd. Praha : GRADA Publishing, 2020. s.9. ISBN 978-80-271-1701-7.

Výsledné oceňovanie podniku môže dosahovať rôzne výsledné hodnoty:

- *hodnota brutto* – predstavuje hodnotu podniku ako celku, ako podnikateľskej entity. Zahrňuje hodnotu pre vlastníkov ako aj pre veriteľov. Môžu nastať dve mierne odlišné situácie vymedzenia tejto hladiny. Oceňovanie na úrovni celého majetku podniku a tým na úrovni hodnoty pre vlastníkov ako aj pre veriteľov. Druhé veľmi časté ponímanie hodnoty brutto je na úrovni hodnoty pre vlastníkov a iba pre veriteľov, ktorí dávajú k dispozícii priamo úročený cudzí kapitál.
- *hodnota netto* – táto hodnota znamená oceňovanie na úrovni pre vlastníkov podniku. V zásade je to hodnota kapitálu, ktorú do podniku vložili vlastníci. Vo väčšine prípadov úlohou oceňovateľov je ocenenie na úrovni hodnoty netto.¹⁰

Hodnota netto by mala byť postavená na ocenení, ktoré zodpovedá ekonomickej realite, teda reálnym hodnotám. V nadväznosti hodnota netto, ktorá predstavuje oceňovanie vlastného kapitálu je používaná skôr v účtovníctve. Je preto potrebné poukázať na rozdiely, ktoré existujú medzi hodnotou netto pri oceňovaní a vlastným kapitálom tak ako je chápaný v účtovníctve.

Cudzie pasíva z pohľadu oceňovania nemusia byť záväzkom, zahrňuje to najmä nákladové rezervy. Z iného pohľadu by mali byť pri oceňovaní zahrnuté aj dlhy sledovaného podniku, ktoré nie sú zachytené v účtovníctve spoločnosti a teda nie sú zaznamenané ako cudzie pasíva v súvahe. Zaraďujeme sem záväzky, ktoré vyplývajú z ručenia zmeniek. Súčasťou hodnoty netto sú taktiež aktíva, ktoré sa nenachádzajú v súvahe, vzťahuje sa to najmä na nehmotný majetok tvorený vlastnou činnosťou podniku (goodwill, ochranné známky,...).

Z týchto informácií vyplýva, že z pohľadu účtovníctva a z pohľadu oceňovania sa vlastný kapitál ako veličina chápe dosť odlišne a spôsob oceňovania môže byť taktiež odlišný. „Hodnotu netto získame pri oceňovaní ako súčet jednotlivých položiek majetku, ktoré znížime o všetky dlhy spoločnosti. Tento postup je možné použiť iba v prípade ak sa jedná o podnik, ktorý už nemá perspektívu do budúcnosti, teda je hodnotený likvidačnou

¹⁰ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.19. ISBN 978-80-87865-38-5.

hodnotu alebo ak bola možnosť všetky majetkové položky vrátane celého nehmotného majetku skutočne oceniť, čo by však bol iba výnimočný prípad.“¹¹

Predtým ako sa podnik rozhodne zahájiť vlastné oceňovanie svojej činnosti je dôležité si určiť z akého dôvodu, za akým účelom bude vykonávať oceňovanie a akú hodnotu očakáva ako výslednú. Na týchto základných princípoch je postavená voľba potrebných podkladov a taktiež výber vhodných metód oceňovania. Výber správneho postupu oceňovania podniku nezáleží na výbere metód oceňovania alebo zvoleného prístupu. Odporúča sa na základe teoretických poznatkov a praktických skúseností zvoliť nasledovný postup:

1. Je potrebné vykonať strategickú a finančnú analýzu podniku na základe, ktorej sa posúdi konkurenčná schopnosť, postavenie na trhu, celkový stav podniku, schopnosť tvoriť hodnotu a či má šancu dlhodobého prežitia na trhu. Táto analýza je nutná a nezáleží na tom aké metódy oceňovania budú použité. Bez jej výsledkov je neopodstatnené pokračovať ďalej v oceňovaní.
2. Na základe predchádzajúceho bodu sa zvolia vhodné metódy oceňovania a v závislosti voľby sa vykonajú potrebné a konkrétne kroky zvolených metód.

Ak sa oceňuje podnik pre účely fúzie, teda zlúčenia viacerých podnikov, odporúča sa druhý krok rozdeliť na ďalšie dve časti:

- I. Oceňovanie podniku „samého seba“ (tzv. „going concern“) za predpokladu, že by podnik pokračoval na svojej podnikateľskej ceste sám a nedošlo by k dohodnutému spojeniu. Dosiahnutá hodnota by slúžila ako dolná hranica pri jednaní o cene získaného podniku.
- II. Oceňovanie z hľadiska zámerov je uskutočniteľné až po spojení s dohodnutým podnikom. Do ocenenia sa zahrnú efekty synergie, teda súčinnosť viacerých osôb, faktorov a síl. Súhrn hodnoty získaného podniku a hodnoty synergie môžu tvoriť hornú hranicu ceny.

¹¹ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.20. ISBN 978-80-87865-38-5.

1.1.1 *Potrebné podklady pre oceňovanie*

Z dôvodu, že podnik predstavuje komplexný celok, ktorý je zložený z rôznych druhov majetku a záväzkov, možno konštatovať, že pre oceňovanie jednotlivých majetkových skupín podniku sú dôležité podklady v rozsahu všetkých účtovných a finančných prehľadov. Uvedený zoznam dôležitých podkladov, ktoré sa využívajú pri oceňovaní je dosť rozsiahly, ale stále nie je možné ho označiť za úplný.

- **základné informácie a dokumenty**

- výpis z obchodného registra,
- prezentačné dokumenty spoločnosti,
- platná spoločenská zmluva, prípadne stanovy spoločnosti,
- organizačná schéma spoločnosti.

Všetky tieto podklady slúžia na spracovanie historickej činnosti oceňovaného podniku, ak nejakú má a nie je to novo založený podnik so žiadnou predchádzajúcou činnosťou. Podklady a dokumenty poskytujú aj charakteristiku súčasného vývoja, ktorá zahŕňa analýzu vzťahov s ďalšími podnikateľskými subjektmi a predstavuje vízie činnosti podniku.

- **ekonomické podklady**

- ročné účtovné závierky, prílohy a správy audítora za posledných päť rokov,
- zloženie nákladov a výnosov podľa vybraných produktov za posledných päť rokov,
- výročné správy podniku a daňové priznania za posledných päť rokov.

Všetky účtovné doklady sa týkajú minulých období a využívajú sa najmä pri zostavení finančnej analýzy vývoja ekonomickej situácie spoločnosti z predchádzajúcich rokov a predstavujú zdroj základných informácií o doterajšom ekonomickom fungovaní spoločnosti. Pri výbere vlastného oceňovania sú východiskovým bodom a neodmysliteľnou súčasťou pri zvolení budúceho finančného plánu spoločnosti.

- účtovné závierky a účtovný rozvrh spoločnosti,

- podnikateľský zámer podniku do budúcich období na minimálne ďalších päť rokov,
- aktuálne pravidlá oceňovania, odpisovania a postupu účtovania,
- výber všetkých údajov zo súvahy zo strany aktív, teda bilancia dlhodobého hmotného, nehmotného a finančného majetku k dátumu oceňovania (objem krátkodobých a dlhodobých pohľadávok),
- objem krátkodobých a dlhodobých záväzkov,
- prehľad všetkých bankových úverov a finančných investícií spoločnosti,
- súpis zásob bez pohybu,
- výkaz krátkodobého finančného majetku,
- prehľad a štruktúra tvorených rezerv,
- sumár všetkých ostatných aktív a pasív.

Dané podklady sa taktiež využívajú na vypracovanie finančnej analýzy stavu spoločnosti k dátumu oceňovania, ako aj na spracovanie budúceho finančného plánu a slúžia ako východiskový bod k vlastnému oceňovaniu. Rozdiel vo vyššie uvedených účtovných dokladoch je v tom, že poskytujú údaje o doterajšom stave podniku. Zároveň slúžia ako priame podklady už k vypracovaniu oceňovania kde sa na ich základe spracovávajú všetky druhy oceňovania.

K ostatným ekonomickým podkladom, ktoré sú dôležité na vypracovanie ocenenia spoločnosti zaradíme:

- prehľad významných licenčných zmlúv, nájomných a uzatvorených leasingových zmlúv,
- stratégia obchodnej činnosti podniku a rešerš konkurenčných spoločností,
- výpis rozhodujúcich dodávateľov a odberateľov,
- súčasné a budúce záväzky a majetkové hodnoty neuvedené v súvahu,
- významné ocenenia, certifikáty,
- štruktúra zamestnancov za posledné tri roky.

Vyššie uvedené ostatné podklady predstavujú doplňujúce prehľady údajov k záverečnému vypracovaniu súčasnej situácie podniku taktiež k strategickej analýze postavenia podniku na trhu a k preskúmaniu konkurenčného prostredia.

- **makroekonomické podklady**

- dáta z oblasti makroekonomických ukazovateľov a štatistiky o relevantnom trhu hodnoteného podniku (inflácia, vývoj HDP,...),
- makroekonomické predpovede vypracované súkromnými analytikmi alebo odbornými inštitúciami,
- rating ekonomiky prostredia, v ktorom podnik pôsobí,
- analýzy ohľadom odvetvia vykonané agentúrami alebo ministerstvami.

Zobrazené údaje sú bežne dostupné a sú súčasťou dátovej základne znalca alebo znaleckého ústavu. Nie sú teda vygenerované iba z dôvodu daného oceňovania a využívajú sa aj pri iných ekonomických analýzach. Figurujú ako základné podklady pri spracovaní makroekonomickej analýzy, na posúdenie postavenia daného podniku, ktorý je oceňovaný a taktiež sa používajú pri vlastnom procese oceňovania.

1.1.2 Faktory ovplyvňujúce presnosť hodnoty oceňovania podniku

„Ak oceňovanie slúži iba pre súkromné potreby užívateľa oceňovania, ktorému výsledky z analýzy slúžia iba pre jeho vlastné potreby je odhadovaná hodnota oceňovania súkromnoprávnej povahy.“¹² Pojem „odhadovaná hodnota“ vyjadruje hodnotu podniku, ktorá na základe aplikácie vybraných oceňovacích metód a postupov bude zobrazovať nie úplne presné údaje. Základným cieľom je samozrejme dosiahnuť čo najpresnejší odhad, aj keď sa nedá vždy vyhnúť vzniku nepresností. Skoro pri každom odhade hodnoty podniku vznikajú určité nedokonalosti, ktoré sa však dajú eliminovať na prijateľnú hladinu. Je dôležité spoznať faktory, ktoré tieto nepresnosti spôsobujú a práve im sa vyvarovať.

„Prvým faktorom, ktorý ovplyvňuje presnosť odhadu je predsudok alebo zaujatie. Oceňovateľ si na začiatku vytvára určité očakávania ohľadom hodnoty podniku a často je ovplyvnený informáciami o podniku, ktoré sú verejne známe. Čiastočne môžu úsudok ovplyvniť aj komentáre manažmentu podniku k finančnému výkonu podniku, ktoré sú súčasťou výročných správ. Z týchto očakávaní vzniká predsudok, ktorý počas celého procesu ovplyvňuje oceňovateľa. Do procesu oceňovania vstupujú aj informácie z predpokladov a odhadov budúceho vývoja oceňovateľa, ktoré z jeho strany môžu byť optimistické alebo pesimistické. Práve tieto zaujatia a predsudky sa nedajú úplne vylúčiť

¹² KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1.vyd. Praha : Grada Publishing, 2009. s. 14. ISBN 978-80-247-2865-0.

z procesu oceňovania. Je dôležité, aby si ich existenciu oceňovateľ uvedomil a snažil sa ich eliminovať.“¹³

„Druhý faktor, ktorý ovplyvňuje presnosť odhadu je neurčitost', ktorá sa pri oceňovaní delí do troch skupín:

- *Neurčitost' odhadov.* Nespracované zdroje, ktoré sú bezchybné, je potrebné konvertovať na vstupy a použiť ich v modeloch. Akékoľvek nesprávne posúdenie či chyby vo fáze procesu sa považujú za chybu odhadu.
- *Neurčitost' spojená s podnikom.* Vstupné údaje spoločnosti môžu dokázať iné výsledky ako oceňovateľ očakáva (výsledok hospodárenia, peňažné toky).
- *Neurčitost' spojená s makroekonomickým vývojom,* ktorý vplýva počas celej existencie podniku na jeho chod.“¹⁴

„Do posledného vplývajúceho faktora na presnosť odhadu zaraďujeme zložitosť použitých modelov oceňovania. Vývoj technológií a modernizácia poskytuje možnosť využiť pri procese oceňovania zložitejšie metódy a postupy. Je však dôležité nájsť hranicu, po ktorú je prípustné využívať tieto zložitejšie systémy, tak aby výsledné informácie pre oceňovateľa boli naďalej zrozumiteľné a pomohli by k presnejšiemu odhadu. Veľké množstvo informácií by mohlo spôsobiť chaos a neprispeli by k výslednému odhadu.“¹⁵

1.2 Oceňovanie podniku ako celku

„Podnik svojou skladbou predstavuje funkčný celok, ktorý sa dynamicky mení a vyvíja v čase a z pohľadu oceňovania je zložený z rôznych foriem majetku, doplnený dôležitými personálnymi zložkami (zamestnanci, management).“¹⁶ Hlavným a jedným z najvýznamnejších cieľov podniku je dosahovať požadovaný zisk.

Obchodný majetok, čistý obchodný majetok a vlastný kapitál vytvárajú základný pohľad na hodnotu spoločnosti.

¹³ DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2.vyd. Hoboken: Wiley, 2006. s. 2-4. ISBN 0471751219.

¹⁴ DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2.vyd. Hoboken: Wiley, 2006. s. 5. ISBN 0471751219.

¹⁵ DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2.vyd. Hoboken: Wiley, 2006. s. 8-9. ISBN 0471751219.

¹⁶ HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 141. ISBN 0471751219.

Pri oceňovaní **obchodný majetok** predstavuje brutto hodnotu, pretože sa hodnota záväzkov neabstrahuje z majetkovej hodnoty, do ktorej patria všetky majetkové položky slúžiace k podnikaniu. Hodnota obchodného majetku sa dá jednoducho získať aj zo súvahy podniku, kde sa nachádza pod položkou celkové aktíva.

Vlastný kapitál sa nachádza taktiež v súvahe spoločnosti, ale na protiľahlej strane, na strane pasív. Predstavuje vloženú položku pochádzajúcu zo zdrojov financovania z rúk majiteľov podniku a rovnako reprezentuje zdroj, ktorý vznikol pri činnosti podniku. V rámci súvahy sa vlastný kapitál získa po odčítaní cudzieho kapitálu z celkovej hodnoty pasív.

Z pohľadu oceňovania **čistý obchodný majetok** vznikne po znížení hodnoty majetku o všetky záväzky podniku, v tomto prípade získaná hodnota predstavuje netto hodnotu spoločnosti. Definície čistého obchodného majetku a vlastného kapitálu sú zdanlivo totožné a vyplýva z nich, že sa jedná o úplne zhodné kategórie. V účtovníctve existujú medzi týmito dvoma veličinami určité odlišnosti. „Pri cudzích zdrojoch, kde nie všetky ovplyvňujú a znižujú hodnotu vlastného kapitálu, patria tiež medzi záväzky z pohľadu čistého obchodného majetku, ale nie všetky záväzky sú vykázané v cudzích zdrojoch, ktoré by mali byť premietnuté do hodnoty čistého obchodného majetku. V aktívach nie sú často zahrnuté také položky, ktoré tvoria súčasť čistého obchodného majetku (goodwill, technologické poznatky), ale nachádzajú sa tam položky, ktoré práve netvoria čistý obchodný majetok (položky časového rozlíšenia). Posledný nepatrný rozdiel je vo výsledných hodnotách. Hodnota vlastného kapitálu vychádza z historických obstarávacích cien, naopak hodnota čistého obchodného majetku sa dá získať zo základných prístupov k oceňovaniu.“¹⁷

¹⁷ HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1.vyd. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 143. ISBN 978-80-89364-29-9.

Obrázok 1 Metódy oceňovania čistého obchodného majetku

kúpa podniku spoločne s manažmentom a podnikateľským zámerom - dobre fungujúci podnik

- výnosové metódy oceňovania
- metódy oceňovania na základe trhového porovnávania

kúpa podniku, ktorý nemá jasnú perspektívu, treba korigovať podnikateľský zámer (revitalizácia,...) alebo kúpa podniku, podstatu tvorí hodnota vlastného majetku

- majetková metóda oceňovania substančnou hodnotou

kúpa podniku, v ktorom zlyhal podnikateľský zámer a môže dôjsť k zmene podnikateľského zámeru alebo k ukončeniu činnosti podniku (podnik v konkurze)

- majetková metóda oceňovania likvidačnou hodnotou

Zdroj: HÁLEK, V. Oceňování majetku v praxi. 1.vyd. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 144.

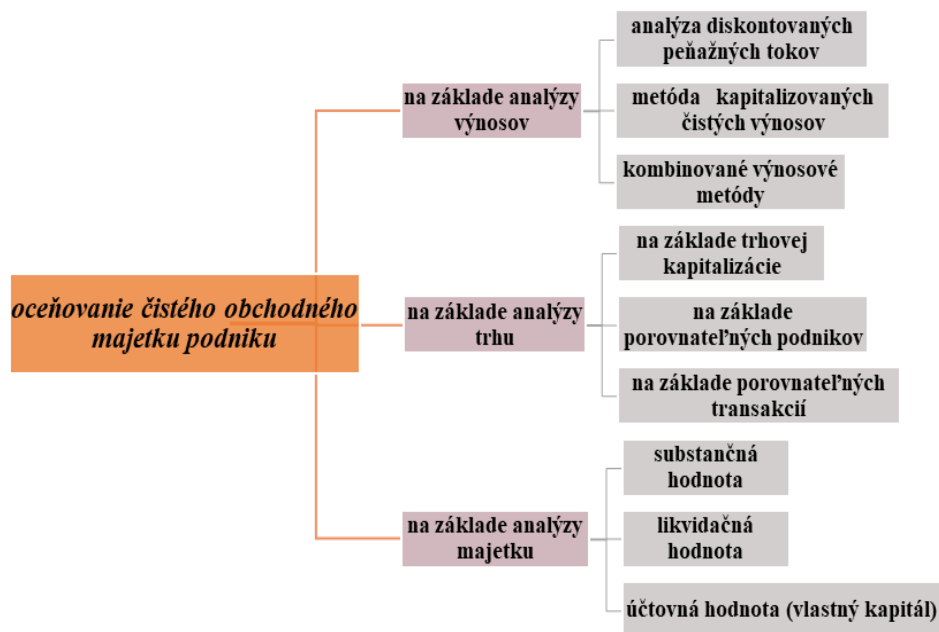
1.2.1 Metódy pre finančné oceňovanie podniku

Cieľom finančného oceňovania je dosiahnuť hodnotu, ktorá je vyjadrená pomocou peňažnej čiastky, teda potenciál oceňovacej spoločnosti je hodnotený peňažným ekvivalentom.

Výsledná hodnota oceňovania vychádza vo väčšine prípadov z viacerých oceňovacích metód, ktoré sú obvykle zoskupené do troch základných skupín a platia pri oceňovaní akéhokoľvek aktíva (výnosový, trhov – porovnávací a nákladový prístup). Toto všeobecne platné členenie oceňovacích prístupov je založené na type vstupných dát, z ktorých sa hodnota aktíva odvodzuje. Ak je samotné oceňovanie zamerané na podnik, ktorý predstavuje špecifické aktívum sa z praktických dôvodov mierne odlišuje členenie oceňovacích metód:

1. metódy opierajúce sa o analýzu výnosov podniku
2. metódy založené predovšetkým na analýze aktuálnych cien na trhu
3. metódy založené na oceňovaní jednotlivých majetkových položiek, z ktorých sa podnik skladá

Schéma 1 Využitie metód oceňovania podľa charakteru podniku



Zdroj: HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1.vyd. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 143.

Do poslednej spomínanej skupiny majetkových metód spadá väčšina oceňovacích metód do skupiny nákladového prístupu a ten práve pri oceňovaní predstavuje skôr doplnkovú úlohu. Pre budúceho investora je dôležité poznať hodnotu podniku, ktorá je daná dosiahnutými výnosmi plynúcimi z činnosti podniku a nie nákladmi, ktoré vznikali pri budovaní a rozvíjaní spoločnosti. Jedinou výnimkou z oblasti majetkových metód je oceňovanie likvidačnou hodnotou, ktorá spadá do výnosového prístupu. Pri tomto prístupe oceňovanie podniku prebieha na základe čistého výnosu, ktorý získa vlastník na základe predaja majetkových položiek a ukončenia činnosti spoločnosti.

Pri voľbe správnej metódy závisí od funkcií, ktoré by malo splniť oceňovanie a preto je dôležité použiť aspoň jednu metódu z každej z troch spomínaných kategórií prístupov. Výsledok z oceňovania potom bude predstavovať prienik rôznych metód a následnú syntézu výsledkov jednotlivých metód.

Oceňovateľ pred samotným výkonom oceňovania, vo fáze rozhodovania, by mal ako prvý krok najskôr získať všetky podnety, ktoré vedú podnik k oceňovaniu. Teda dospieť k hlavnému účelu, ku ktorému bude hodnotenie podniku použité, a na tomto základe sa zvolí vhodná báza hodnoty. Všetky tieto zistenia vedú k výberu jednotlivých metód výpočtu

hodnoty a taktiež k výberu vhodných vstupných údajov, ktoré budú použité v daných metódach.

- Pri investičnom ocenení, má oceňovateľ k dispozícii napríklad metódu diskontovaných peňažných tokov, ktorou sa sleduje pohyb tokov peňazí konkrétneho sledovaného subjektu a tým pádom sa pozoruje investičná činnosť.
- Pri potrebe získať trhovú hodnotu sa taktiež naskytuje metóda diskontovaných peňažných tokov, v tomto prípade sa zoberú do úvahy peňažné toky očakávané trhom (priemerné hodnoty potenciálnych kupujúcich) alebo sa použije niektorá z metód trhového porovnávania. Ak sa objavia určité vážne problémy pri oceňovaní, ktoré spôsobia komplikácie a možnú nefunkčnosť ďalšieho fungovania podniku, oceňovateľ siahne po metóde likvidačnej hodnoty.
- Pri objektivizovanom ocenení je vhodné zvoliť výnosové metódy. Metóda diskontovaných peňažných tokov, ale aj metóda kapitalizovaných čistých výnosov sú rovnako použiteľné, ale ich prognóza musí spĺňať zásady pre zvolenú bázu hodnoty, napr. udržanie súčasného konceptu podniku.

1.3 Postup pri oceňovaní podniku

1.3.1 Zber vstupných dát

Zber vstupných údajov predstavuje prvý a dôležitý krok oceňovania. Údaje je možné získať z interných (vnútropodnikových) alebo externých (vonkajších) zdrojov. Obe kategórie zdrojov obsahujú finančné aj nefinančné údaje, ktoré sú dôležitou súčasťou pre ďalšie kroky v rámci hodnotenia finančnej situácie podniku, odhadu budúceho vývoja, hodnotenia výkonu manažmentu daného podniku a konečného oceňovania. Interné údaje sú poskytované podnikom prostredníctvom manažmentu, ktorý disponuje finančnými informáciami a dostatočnými vedomosťami a skúsenosťami na vytvorenie finančných výkazov (účtovná závierka pozostávajúca zo súvahy, z výkazu ziskov a strát a poznámok); rozpočtu spoločnosti, ktorý sa zostavuje každoročne na nasledujúce obdobie; plánov a projektov podniku zostavených na rôzne účely. Vykonaný audit spoločnosti a výsledné informácie z auditu je možné zaradiť medzi interné zdroje. Štruktúru a kvalifikáciu pracovníkov môžeme považovať za jeden z najväčších vplyvov. Externé údaje pochádzajú z vonkajšieho

prostredia, ktoré samotný podnik nedokáže ovplyvniť. Externé údaje majú výrazný vplyv na fungovanie a ciele podniku. K týmto činiteľom patria rôzne daňové zákony a normy alebo vyhlásenia ministerstiev, verejných inštitúcií. Z vonkajšieho prostredia vplývajú na podnik aj investori, obchodný partneri, konkurenčná štruktúra, odbyť a marketing a dodávatelia. Všetky údaje, či už pochádzajúce z interného prostredia alebo externého sú neodmysliteľnou a základnou súčasťou oceňovania.

Všetky potrebné informácie k zostaveniu oceňovania sa dajú zoskupiť do siedmych základných skupín:

- základné údaje o podniku (identifikačné údaje podniku, názov, právna forma, predmet podnikania, štruktúra vlastníkov, prípadné informácie o histórii podniku a o dcérskych spoločnostiach),
- ekonomické údaje (finančné výkazy za 3 – 5 rokov, výročné správy, podnikateľské plány, správy audítorov),
- trh pôsobenia podniku (vymedzenie trhu, vývoj trhu, časti trhu),
- konkurenčná štruktúra (hlavná konkurencia, rozbor konkurenčného trhu, postavenie na trhu voči konkurencii = silný odbyť produktov, zavedené patenty; schopnosť udržať si zákazníka, vzťahy podniku k dodávateľom a odberateľom),
- zamestnanci (štruktúra, kvalifikácia, zručnosť zamestnancov, nároky zamestnávateľa na budúcich uchádzačov, ale aj zamestnancov; situácia na trhu práce; fluktuácia zamestnancov, pre niektoré podniky znamená rizikový faktor; produktivita práce, nastavenie odmeňovania, poskytovanie zamestnaneckých výhod, personálne náklady),
- odbyť a marketing (údaje o štruktúre odbytu, produkty výroby a porovnanie s konkurenciou, cenová politika, množstvo a štruktúra reklám, výskum a vývoj, výdavky vynaložené na výskum a vývoj, reprezentácia podniku),
- výroba a dodávatelia (kvalita výrobkov, certifikáty výrobkov a výroby, charakter výroby, stav technického zariadenia, technológie a inovácie vo výrobe, stav dlhodobého majetku, dodávatelia).¹⁸

¹⁸ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 72-73. ISBN 978-80-87865-38-5.

Posledné dva body sa skôr odporúčajú použiť ak je predmetom oceňovania výrobný podnik.

1.3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je kľúčovou fázou oceňovania podniku, ale do dnešnej doby sa jej v praxi nevenovala dostatočná pozornosť. Strategická analýza sa nachádza vo väčšine výnosových metód oceňovania v znaleckých posudkoch, avšak v ďalších postupoch sa nenachádza a neplní teda svoju funkciu. Za hlavnú funkciu strategickej analýzy sa považuje vymedziť celkový výnosový potenciál podniku, ktorý môže byť vnútorný alebo vonkajší. Vonkajší potenciál vyjadruje riziká a príležitosti podnikateľského prostredia na trhu pre daný podnik. Vnútorný potenciál podniku je daný práve vnútorným zložením podniku a jeho silnými a slabými stránkami. Dôraz sa kladie na trhové postavenie alebo, či má podnik s jeho konkurenčnými schopnosťami určitú výhodu na trhu. Strategická analýza nenahrádza rôzne výpočty, ktoré vedú k výslednému oceneniu podniku, ale predstavuje dôležitý podklad pre uveriteľnosť výsledkov oceňovania.

Po vzhladnutí strategickej analýzy by mal byť schopný užívateľ výsledného oceňovania zodpovedať viaceré otázky o sledovanom podniku. Otázky typu: Aká je perspektíva podniku do budúcnosti? Aký je vývoj podnikových tržieb, ktoré sú ovplyvňované vonkajšími činiteľmi ako konkurencia, vývoj trhu? Aké možné riziká sú spojené s podnikom?¹⁹

Strategická analýza môže byť zostavená z nasledujúcich krokov: Za prvý krok sa považuje prognóza a analýza okolia podniku (sleduje sa vonkajší potenciál). Tento krok sa môže vyhodnotiť prostredníctvom PESTLE analýzy. Ako druhý krok nasleduje analýza vnútorného potenciálu podniku a konkurenčného prostredia a tretím krokom je prognóza vývoja tržieb sledovaného podniku a prípadná SWOT analýza, ktorá bližšie vyhodnotí vnútorný a vonkajší potenciál podniku. Mnoho podnikov si v dnešnej dobe nestanovuje svoju stratégiu, čo je jednou z najbežnejších chýb podniku.

¹⁹ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 75. ISBN 978-80-87865-38-5.

1.3.3 Analýza finančného zdravia podniku

Po analýze predpovedí budúceho vývoja podniku a po vzhladnutí jeho technickej, ľudskej a z jednej časti aj finančnej stránky sa odporúča analyzovať finančnú sféru podnikovej činnosti, t.j. finančné zdravie podniku. „Základom je vytvoriť finančnú analýzu spoločnosti, ktorá predstavuje analýzu ekonomickej činnosti a hodnotenie súčasného, minulého aj budúceho hospodárenia podniku.“²⁰ Pri oceňovaní nie je potrebné ísť do veľkej hĺbky finančnej analýzy postačujúci je základný prehľad finančných ukazovateľov. Finančná analýza odpovedá na niekoľko (z viacerých) otázok pri riešení oceňovania podniku, a to napr. Aké sú možné predpoklady finančnej stability podniku? Je podnik schopný pokračovať vo svojej činnosti? Nehrozí mu v budúcom období neželaný bankrot? Finančná analýza poskytuje aj výsledky o silných a slabých stránkach podniku, prípadne podáva odhalenia nedostatkov, ktoré je možné skorigovať a následne zamedziť opätovnému vzniku. Z finančnej analýzy čerpá údaje výkonná časť podniku a použije ich na tvorbu budúceho finančného plánu. Poskytuje tieto základné funkcie a informácie, ktoré sú veľmi vhodne aplikovateľné práve pri tvorbe oceňovania podniku. Z finančnej analýzy nie sú pre oceňovateľa dôležité iba výsledné hodnoty finančných ukazovateľov, ale aj vyvedené určité závery, ktoré sa ukážu pri oceňovaní v určitých smeroch. Je doplnkovým faktorom pri odhadnutej perspektíve podniku v budúcnosti a vytvára doplňujúce údaje k stanoveniu rizika podniku.

„Podľa autora Mařík, M. a jeho spoluautorov je nevyhnutné hľadať vo finančnej analýze, ktorá má slúžiť pre oceňovanie vybraného podniku, odpovede na hlbšie posadené otázky ohľadom hospodárenia oceňovaného podniku.

- 1) Aké je zloženie majetkovej a finančnej štruktúry podniku? Zhoduje sa táto štruktúra s konkurenčnými, teda v odvetví pôsobiacimi podnikmi, alebo sa tam nachádzajú odlišnosti? Ak sa nachádzajú odlišnosti, čím je to zapríčinené?
- 2) Do akej miery je zaistená likvidita podniku a ako vyzerá dlhodobá finančná rovnováha podniku? Či sa nachádza v podniku hrozba poruchy získavania finančných prostriedkov a do akej miery sú závažné tieto príznaky? Existuje možnosť ukončenia činnosti podniku?

²⁰ BLAHA, S. Z. – JINDŘICHOVÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*.3.vyd. Praha: Management Press, 2006. s. 94. ISBN 80-7261-145-3.

- 3) Aké sú celkové výnosy podniku a aká je výška výnosov zvlášť pre vlastníkov podniku (akcionárov)? Aké faktory ovplyvňujú výnosy podniku?
- 4) Ako možno zhodnotiť celkové finančné zdravie podniku, aký je záver finančnej analýzy?“²¹

Ako prvý bod pri finančnej analýze je dôležité skontrolovať vstupné údaje ich správnosť, presnosť a úplnosť. Pre oceňovateľa má spoľahlivé postavenie vykonaný audit spoločnosti a výsledná audítorská správa. Jeho záujem by mal byť upriamený aj na dôležité informácie nenachádzajúce sa vo finančných výkazoch. Ako ďalší krok v poradí je zostavenie analýzy finančných výkazov, ako tretí v poradí nasleduje výpočet pomerových ukazovateľ a ich vzájomné porovnanie a na záver zhodnotenie situácie podniku.

Analýza účtovných výkazov

Súvaha je účtovný výkaz, v ktorom sa zhromažďuje celkový majetok a záväzky spoločnosti. Informácie sú prehľadne usporiadané do súvahových kategórií podľa účelu plnenia. Súvaha je sumárny prehľad aktívnych a pasívnych položiek v danom časovom okamihu. Oceňovateľ potrebuje mať k dispozícii súvahové výkazy za dlhšie časové obdobie, aby sa dali porovnávať určité zmeny v štruktúre či na strane aktív alebo pasív. Položky zo súvahy a ich hodnoty za sledované obdobie je vhodné porovnať aj s podnikmi pôsobiacimi v rovnakom odvetví.

Výkaz ziskov a strát predstavuje sumárny prehľad nákladov a výnosov podniku za dané účtovné obdobie. Ako aj pri súvahových položkách je dôležité preskúmať určité zmeny a pohyby za vybrané sledované obdobie. Pri tomto type výkazu je potrebné sa pozrieť na štruktúru položiek a zhodnotiť vývoj podielu položiek na jednotlivých tržbách účtovnej jednotky k podielu iných podnikov alebo aj aký vplyv mali jednotlivé položky na výsledok hospodárenia.

Výkaz peňažných tokov je celkový výkaz o hospodárení podnikateľského subjektu. Zahnuté sú v ňom reálne peňažné pohyby, ktoré boli v súlade s daným obdobím. Čiže je to sumárny prehľad o tom ako podnik nakladal s peňažnými čiastkami, ako ich získal a na čo ich spotreboval. „Časť výkazu týkajúca sa prevádzkovej činnosti vykazuje do akej miery výsledok hospodárenia zodpovedá skutočne získaným peňažným prostriedkom a ako

²¹ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 116-117. ISBN 978-80-87865-38-5.

ovplyvňujú zmeny v pracovnom kapitáli produkciu peňazí.“²² V rámci účtovníctva má podnikateľský subjekt voľnú ruku a môže si pri zostavovaní výkazu peňažných tokov prispôbiť akým spôsobom ich zaeviduje. Každý podnik musí dodržiavať zásady vykazovania. Pri niektorých položkách, je potrebné oddelene vykazovať platby daní, podiely na zisku a prijaté a vyplácané úroky. V celkovom výkaze cash flow sa peňažné toky rozdeľujú do troch základných skupín: peňažné toky z prevádzkovej činnosti; peňažné toky z investičnej činnosti, na túto časť výkazu sa kladie obzvlášť pozornosť z dôvodu zásadnejších finančných pohybov (berú sa do úvahy aj výdavky na zabezpečenie investičného majetku); peňažné toky z finančnej činnosti, v tejto časti sú zahrnuté pohyby v súvislosti s dlhodobým kapitálom.

Analýza absolútnych ukazovateľov

Horizontálna analýza (analýza trendov) – prostredníctvom horizontálnej analýzy sa získa horizontálny prehľad účtovných výkazov a ich jednotlivých položiek. Analýza sa vykonáva porovnávaním jednotlivých rokov postupne po riadkoch. Výsledkom tejto analýzy je zistenie o tom ako sa daná sledovaná položka v účtovnom výkaze zmenila oproti predchádzajúcemu obdobiu v absolútnej a percentuálnej podobe.²³

Vertikálna analýza (percentuálna analýza) – často označovaná ako analýza komponentov. Touto analýzou sa sledujú účtovné výkazy v postupnosti zhora nadol na jednotlivé roky. Výsledné hodnoty zodpovedajú podielom jednotlivých položiek na celkovej hodnote, napr. podiel jednotlivej položky zo strany aktív v súvahe ku celkovej hodnote aktív. Táto analýza sa môže uskutočniť aj vo výkaze ziskov a strát, kde sa berú do podielu jednotlivé položky výnosov, nákladov a taktiež výsledky hospodárenia z finančnej, prevádzkovej a mimoriadnej činnosti ku celkovým tržbám.²⁴

Analýza pomerových ukazovateľov

Vo finančnej analýze sú pomerové ukazovatele jedny z najdôležitejších ukazovateľov finančného zdravia podniku. Podnikateľský subjekt získa výsledné hodnoty

²² MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.120. ISBN 978-80-87865-38-5.

²³ SIVÁK, R. – BELANOVÁ, K. – JANČOVIČOVÁ BOGNÁROVÁ, K. *Financie podnikateľskej sféry*. 2. vyd. Bratislava : Sprint 2 s.r.o., 2018. s. 245. ISBN 978-80-8971-042-3.

²⁴ SIVÁK, R. – BELANOVÁ, K. – JANČOVIČOVÁ BOGNÁROVÁ, K. *Financie podnikateľskej sféry*. 2. vyd. Bratislava : Sprint 2 s.r.o., 2018. s. 246. ISBN 978-80-8971-042-3.

každého pomerového ukazovateľa za krátku dobu, jednoduchým spôsobom výpočtu, čo predstavuje pre podnik nenákladnú činnosť. Investori, manažéri, oceňovatelia podnikov majú rovnaký cieľ pri použití pomerových ukazovateľov, aj keď ich celkové a čiastkové ciele sa nezhodujú, získať čo najpresnejšie informácie o zdraví podniku, jeho činnosti, budúcej perspektíve a o možných rizikách.

Základné delenie pomerových ukazovateľov je vo forme štyroch základných skupín: ukazovatele likvidity, rentability, aktivity a zadlženosti. Usporiadanie pomerových ukazovateľov by malo mať určitú logickú postupnosť, z dôvodu zodpovedania základných otázok, ktoré si kladie každý manažér pri zostavovaní budúceho finančného plánu, oceňovateľ pri vytváraní oceňovania vybraného podniku, investor pri rozhodovaní o kúpe alebo čiastočnej investícii do podniku. Finančné prežitie podniku do budúcnosti je jednou z prvých kladených požiadaviek na vedenie. Skúmaním likvidity a najmä krátkodobej likvidity sa získajú odpovede ohľadom ďalšieho fungovania a finančného zdravia. Krátkodobá likvidita zobrazuje schopnosť podniku mať dostatočnú hotovosť na účtoch na hradenie všetkých svojich záväzkov, v krátkom čase inkasovať svoje pohľadávky z obchodných stykov a schopnosť predat' zásoby. Je nevyhnutné zabezpečovať a vyplácať dlhodobé záväzky a je adekvátne sledovať túto situáciu pomocou ukazovateľov vypovedajúcich o dlhodobej finančnej rovnováhe. Po analyzovaní finančnej životnosti podniku nastáva situácia, kedy je potrebné zodpovedať otázky ohľadom výnosnosti, ktorá sa meria prostredníctvom ukazovateľov rentability.

Ukazovatele likvidity

Tieto ukazovatele hodnotia platobnú schopnosť sledovaného podniku. Vytvárajú obraz o finančnej schopnosti spoločnosti hradiť všetky svoje záväzky včas a v dohodnutej sume a lehote. Vychádzajú zo základných údajov spoločnosti a používajú na zhodnotenie likvidity zostatkového finančného majetku, ktorý sa v danom okamihu hodnotenia sa nachádza v podniku.

$$\text{Likvidita 1. stupňa (pohotová)} = \frac{\text{krátkodobý finančný majetok}}{\text{krátkodobé záväzky celkom}}$$

$$\text{Likvidita 2. stupňa (bežná)} = \frac{\text{obežné aktíva celkom} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky celkom}}$$

$$\text{Likvidita 3. stupňa (celková)} = \frac{\text{obežné aktíva celkom}}{\text{krátkodobé záväzky celkom}}$$

$$\text{Pracovný kapitál} = \text{Obežné aktíva} - \text{krátkodobý cudzí kapitál}$$

Ukazovatele dlhodobej finančnej rovnováhy

Dlhodobá finančná rovnováha sa sleduje prostredníctvom štruktúry dlhodobých a celkových pasív, štruktúry aktív, vzájomných vzťahov medzi dlhodobým majetkom a pasívami podniku. Základ týchto ukazovateľov spočíva v pozorovaní zadlženosti podnik a porovnávaní s odporúčanými hodnotami. Porovnávanie miery zadlženia a podielu vlastného kapitálu sa vykonáva iba pri vykázanej štruktúre aktív. Stanovenie úrovne vlastného kapitálu je úzko spojené s výkazom peňažných tokov. Podniky vlastniace stabilný obnos peňažných tokov majú k dispozícii slobodu vo väčšom zadlžení.

Základné ukazovatele zadlženosti:

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{\text{cudzie zdroje}}{\text{celkové aktíva}}$$

$$\text{Stupeň samofinancovania} = \frac{\text{vlastný kapitál}}{\text{celkové aktíva}}$$

Dynamický ukazovateľ zadlženosti:

$$\text{Doba splatenia dlhov} = \frac{\text{cudzí kapitál} - \text{peňažné prostriedky}}{\text{prevádzkový cash flow}}$$

Ukazovatele miery únosnosti zadlženia:

$$\text{úrokové krytie} = \frac{Zud}{U}$$

$$\text{krytie fixných platieb} = \frac{Zud + LS}{U + LS}$$

Vysvetlivky:

Zud – celkový zisk spoločnosti pred úrokmi a zdanením (EBIT)

U – úroky (nákladové)

LS – leasingové splátky

d – sadzba dane z príjmov (19%)

Ukazovatele výnosnosti (rentability)

„Tieto ukazovatele posudzujú celkovú zárobokovú schopnosť podniku, charakter vloženého kapitálu a využívanie majetkovej štruktúry podniku.“²⁵ Výnosnosť v sebe zahŕňa vplyv likvidity, aktivity a riadenie dlhov. Získané výsledky rentability, ako aj pri ostatných ukazovateľoch sa na záver porovnávajú s ostatnými podnikmi nachádzajúcimi sa v rovnakom konkurenčnom odvetví. Náležitým spôsobom sa výsledné hodnoty porovnávajú aj s alternatívnymi možnosťami financovania (investovania).

Rentabilita celkového vloženého kapitálu:

$$r_{CK} = \frac{\text{výsledok hospodárenia po zdanení} + \text{úroky} (1 - d)}{\text{celkový kapitál}}$$

Rentabilita aktív:

$$ROA = \frac{\text{výsledok hospodárenia po zdanení}}{\text{celkové aktíva}}$$

Zisková marža:

$$\text{zisková marža} = \frac{\text{výsledok hospodárenia po zdanení}}{\text{čisté tržby}}$$

Rentabilita dlhodobých zdrojov:

$$ROCE = \frac{\text{výsledok hospod. po zdanení} + \text{úroky} (1 - d)}{\text{dlhodobé cudzie zdroje} + \text{vlastný kapitál}}$$

Rentabilita vlastného kapitálu:

$$r_{VK} = \frac{\text{výsledok hospodárenia po zdanení}}{\text{vlastný kapitál}}$$

²⁵ GRÜN WALD, R. – HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha : EKOPRESS, 2007, s.80. ISBN 80-8692-926-2.

Tieto ukazovatele sú neodmysliteľnou súčasťou pri vytváraní finančnej analýzy, na promptnú analýzu finančného zdravia podniku a porovnanie s ostatnými podnikmi sú dostačujúce. V prípade oceňovania podniku sa vynára iná metóda skúmania výnosnosti podniku, ktorá sa považuje za jednu z dôležitejších : rentabilita prevádzkovo nutného investovaného kapitálu.

Rentabilita prevádzkovo nutného investovaného kapitálu:

$$r_{K(t)} = \frac{KVP H_t}{K_{t-1}} = \frac{KVP H}{Tržby} * \frac{Tržby}{K}$$

Vysvetlivky:

$KVP H_t$ – prevádzkový výsledok hospodárenia v roku t

K_{t-1} – prevádzkovo nutný investovaný kapitál na začiatku roka t

Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity vykazujú akú má spoločnosť schopnosť a ako zvláda hospodáriť so svojim majetkom (aktívami). Výsledné rozhodnutie o využívaní majetku podnikateľského subjektu ovplyvňuje celkovú výnosnosť a likviditu. Správna voľba pre podnik je zvoliť pravidelné užívanie majetku a nevlastniť ho veľké množstvo, pretože prináša vysoké náklady spojené s úverovým zadlžením. Výsledné hodnoty ukazovateľov aktivity z finančného hľadiska by mali dosahovať pri dobe obratu aktív čo najmenšie hodnoty, teda kratšiu dobu obratu. Naopak pri dobe obratu záväzkov je pre podnik výhodnejšie ak má dostatočne dlhú dobu na splatenie svojich záväzkov. V niektorých podnikoch môže nastať opačná situácia, ktorá nebude znamenať finančnú tieseň podniku. Ak nastane dlhšia doba obratu zásob môže ísť len o prípad väčšieho vlastníctva zásob, ktoré sa nespotrebujú pri prvej výrobe. Dlhšia doba splatnosti pohľadávok môže byť iba čisto z plánovaného kroku podniku na získanie nových zákazníkov. Dlhšia doba splatnosti záväzkov môže vzniknúť buď z nedostatku peňažných zdrojov na včasné vyplatenie alebo má podnik dobré vzťahy s dodávateľmi, ktorí mu poskytujú určité výhody pri splácaní.

Doba obratu aktív celkovo za rok:

$$DOA = \frac{\text{ročné tržby}}{\text{celkové aktíva}}$$

Priemerné doby splatnosti pohľadávok a záväzkov:

$$\text{doba splatnosti pohľadávok} = \frac{\text{pohľadávky z obchodného styku}}{\text{priemerné denné tržby}}^{26}$$

$$\text{doba splatnosti záväzkov} = \frac{\text{záväzky z obchodného styku}}{\text{priemerná denná hodnota nákupu}}$$

Analýza súhrnného ukazovateľa (Altman model)

Základná podstata Altman modelu spočíva v analýze podnikov na základe rôznych charakteristík podniku a následné zhodnotenie finančného zdravia podniku v danom okamihu. Cieľom je odlíšiť spoločnosti pôsobiace v jednom spoločnom odvetví na prosperujúce a v pozitívnom zmysle sa vyvíjajúce spoločnosti a na podniky, ktoré majú zlú finančnú situáciu a hrozí im bankrot.

Základný tvar Altman modelu:

$$Z - \text{skóre} = 1,2 * x_1 + 1,4 * x_2 + 3,3 * x_3 + 0,6 * x_4 + 1 * x_5$$

Vysvetlivky:

„ x_1 – čistý pracovný kapitál / celkové aktíva,

x_2 – nerozdelený zisk / majetok,

x_3 – EBIT / celkové aktíva,

x_4 – tržobná hodnota vlastného kapitálu / cudzí kapitál,

x_5 – tržby / majetok.“²⁷

Tabuľka 1 Zhodnotenie finančnej situácie podniku na základe Altman modelu

Dosiahnuté Z-skóre	Zhodnotenie finančného zdravia podniku
> 2,99	Dobré finančné zdravie podniku
1,81 – 2,99	Šedá (neurčitá) zóna, nie je možné jednoznačne zhodnotiť situáciu podnik
< 1,81	Finančné problémy v budúcnosti, možný bankrot

Zdroj: SIVÁK, R. – BELANOVÁ, K. – JANČOVIČOVÁ BOGNÁROVÁ, K. *Financie podnikateľskej sféry*. 2. vyd. Bratislava : Sprint 2 s.r.o., 2018. s.272. ISBN 978-80-8971-042-3.

²⁶ Poznámka: priemerné denné tržby = ročné tržby/365

²⁷ SIVÁK, R. – BELANOVÁ, K. – JANČOVIČOVÁ BOGNÁROVÁ, K. *Financie podnikateľskej sféry*. 2. vyd. Bratislava : Sprint 2 s.r.o., 2018. s. 271-272. ISBN 978-80-8971-042-3.

1.3.4 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Pojem generátor hodnoty pochádza z odbornej literatúry zo Spojených štátov amerických. Vznikol v súvislosti s akcionárskymi spoločnosťami, v ktorých sa určuje hodnota akcionára (hodnota poskytnutá vlastníkom vlastného imania) a hodnota vyplatenej dividendy. V tejto súvislosti prišlo k vzniku pojmu generátor hodnoty. „V oceňovaní je chápaný ako určitý súbor podnikových veličín, zachytávajúce hospodársku schopnosť a hospodárske výsledky podniku, ktorých záverečný súhrn vytvára výslednú hodnotu podniku.“²⁸ Výber generátorov hodnoty sa uskutočňuje na základe zvolenej metódy oceňovania, vo väčšine prípadov je zvolená práve najpoužívanejšia metóda diskontovaných peňažných tokov. Analýza generátorov hodnôt je špecifická v tom, že sa prostredníctvom nej získa hlbší pohľad do minulosti spoločnosti (či vytvára hodnotu alebo nie a čo všetko na ňu vplýva). Základný stavebný kameň tvorí analýza generátorov hodnôt pri tvorbe finančného plánu, najmä pri plánovaní voľných peňažných tokov. Ten by mal predstavovať už iba širšie ponímanie prognózy generátorov hodnoty.

Medzi základné generátory hodnôt patria: tržby a ich rast, marža prevádzkového zisku, investície do pracovného kapitálu, investície do dlhodobého prevádzkovo nutného majetku, diskontná miera, spôsob financovania podniku, doba existencie podniku.²⁹ O podrobnejšej analýze sa dá uvažovať pri prvých 4 generátoroch hodnôt. Spôsob financovania podniku sa dá posudzovať až po dokončení finančného plánu podniku a hodnotenie životaschopnosti podniku do budúcnosti sa vykonáva počas celého procesu oceňovania.

1. Tržby

„Prvá predstava o vývoji tržieb vychádza z výsledkov strategickej analýzy podniku. Výsledky nemusia byť definitívne, pretože vypovedajú o vplyve vývoja trhových podmienok na predajnú schopnosť podniku. Výsledná prognóza, podľa mnohých autorov, býva upravovaná kapacitnými možnosťami podniku. Ale v niektorých literatúrach sa autori

²⁸ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.149. ISBN 978-80-87865-38-5.

²⁹ RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value*. Free Press, 1999. 224 s. ASIN : 0684844109. Dostuné na: <https://www.perlego.com/book/781097/creating-shareholder-value-pdf>.

vyjadrujú o situácii, kedy nie sú rozhodujúcim hlavným prvkom prognózy kapacitné možnosti, ale iba vedľajším obmedzujúcim prvkom.“³⁰

2. *Prevádzková zisková marža*

$$\text{prevádzková zisková marža} = \frac{\text{prevádzkový VH}}{\text{tržby}} \rightarrow r_{ZPx} = \frac{PVH}{X}$$

Prevádzková zisková marža pre zdanením a pred odpismi :

$$\text{prevádzková zisková marža} = \frac{\text{prevádzkový VH pred zdanením a odpismi}}{\text{tržby}}$$

Z praktických dôvodov je lepšie zvoliť do vzorca prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením a odpismi, pretože odpisy je možné odpočítať z VH až po prognóze v súvislostiach s investíciami do dlhodobého majetku a teda ani daň nemá význam odpočítať skôr ako sa získajú príslušné odpisy.

S prevádzkovou ziskovou maržou súvisí aj stupeň konkurencie, ktorá sa nachádza v odvetví oceňovaného podniku. Konkurencia vo veľkej miere vplýva na výšku dosahovaného zisku. Sila konkurencie pôsobí najmä na podiel pridanej hodnoty na tržbách (či už väčším alebo menším vplyvom na predajné ceny a tiež väčším alebo menším vplyvom na nákupné ceny od dodávateľov) a na reklamné náklady slúžiace na zviditeľnenie a na podporu predaja spoločnosti.

3. *Pracovný kapitál*

Pracovný kapitál sa používa pri posudzovaní finančného zdravia podniku aj pri finančnej analýze určitého podniku a taktiež aj pri oceňovaní vybraného podniku. Pri oceňovaní sa používa modifikácia základného výpočtu pracovného kapitálu. Základný rozdiel spočíva v tom, že od obežných aktív sa neodpočíta celý krátkodobý cudzí kapitál, ale iba neúročený cudzí kapitál. Z praktického hľadiska sa znížia obežné aktíva o určitú časť krátkodobých záväzkov, v ktorých nie sú zahrnuté bežné bankové úvery.

³⁰ MARÍK, M. a kolektív. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.150. ISBN 978-80-87865-38-5.

Schéma 2 Modifikácia výpočtu pracovného kapitálu

Peňažné prostriedky + zásoby + pohľadávky
= obežné aktíva podniku – neúročené záväzky – časové rozlíšenie aktív – časové rozlíšenie pasív
= Pracovný kapitál

Zdroj: MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy.* 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. s 157.. ISBN 978-80-87865-38-5.

4. Investície do dlhodobého prevádzkovo nutného majetku

Zostavenie plánov investičnej činnosti je jedna z najzložitejších činností podniku a z pohľadu generátorov hodnôt sa zaraďuje medzi najťažšiu časť analýzy. Vývoj investícií sa neustále mení, nedá sa odhadnúť presná predpoveď. Pri analýze generátorov hodnôt v rámci oceňovania je potrebné brať do úvahy aj širší pojem investícií, nie len investície vynaložené na vývoj a výskum, ale aj investície do ľudského kapitálu. Analýza minulosti je neodmysliteľnou súčasťou najmä pre spoločnosti s väčšou pracovnou ľudskou kapacitou. Analýza minulého obdobia nie je postačujúca z dôvodu vzniku skreslených predpokladov o potrebách investícií ak sa v nej nenachádza doplnená miera využitia kapacít. S doplnením tejto časti sa vykonáva precenenie majetku a tým sa získa potrebný základ na hodnotenie stavu podniku a stanovenie investičných potrieb. Pre podnik je rozhodujúcim faktorom, ak sa rozhoduje o jeho životnosti do budúcnosti či je schopný vytvoriť dostatok investícií, a či má dostatok peňažných zdrojov na tvorbu a zabezpečenie investícií, ktoré je nutné získať pre správny chod podniku.

Koeficient náročnosti tržieb na investície brutto:

$$k_{DMb} = \frac{\text{investície brutto do prevádz. nutného dlhodob. majetku}}{\text{tržby}}$$

Koeficient je vhodné počítať za čo najdlhšie obdobie, nie len pre oceňovaný podnik, ale aj pre konkurenčné podniky z domáceho odvetvia alebo zo zahraničného prostredia. Takéto časové obdobie slúži na lepšie posúdenie a porovnanie podnikov navzájom medzi sebou. Koeficient má dostatočne vysokú mieru pre oceňovaný podnik na porovnanie v prostredí, v ktorom pôsobí.

Koeficient podielu dlhodobého majetku na tržbách (jednoduchší výpočet):

$$k_{DM} = \frac{\text{prevádzkovo nutný dlhodobý majetok}}{\text{tržby}}$$

Koeficient náročnosti rastu tržieb na netto investície:

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{prevádzkovo nutného dlhodobého majetku}}{\Delta \text{tržby}}$$

Tento koeficient sa používa iba zriedka, investície netto sú chápané ako investície vytvorené nad úroveň odpisov. Neposkytuje takú porovnávaciu schopnosť ako predchádzajúce koeficienty, pretože každý podnik má svoju vlastnú odpisovú metódu.

1.3.5 Zostavenie finančného plánu

Zostavenie finančného plánu spadá do úvahy v prípade podniku oceňovaného na základe niektorej z výnosových metód. K základným súčastiam, ktoré tvoria kompletný finančný plán zaradíme výkaz ziskov a strát, súvahu a výkaz peňažných tokov. V každom podnikateľskom subjekte finančný plán spadá pod podnikateľský plán, ktorý je výsledkom dlhodobých vízií a budúcich predstáv vedenia a manažmentu podniku. Oceňovateľ nie je schopný pre účely oceňovania zostaviť celý podnikateľský plán, ale dôležité väzby z podnikateľského plánu podniku by mal zachytiť a spracovať. Pri tomto kroku oceňovania je potrebná prípadná konzultácia s vedením a manažmentom podniku o bodoch zahrnutých v podnikateľskom a finančnom pláne. V rámci oceňovania je cieľovou rovinou získať trhovú alebo objektivizovanú hodnotu. V tomto prípade preberanie údajov z vytvoreného podnikateľského plánu manažmentu podniku nie je zásadnou podmienkou a oceňovateľ sa smie rozhodnúť aj na základe svojho postoja, myšlienok a očakávaní. Iba v možnosti investičného ocenenia sa využíva prebraný podnikateľský plán manažmentu.

„Analýza generátorov hodnôt výrazným spôsobom pomáha k výslednému zostaveniu finančného plánu, pretože z výsledkov analýzy sa získavajú hlavné položky z prevádzky podniku ako dosiahnuté tržby, prevádzkový zisk získaný zo ziskovej marže, prípadne aj nákladové položky, výška predpokladaných zásob, pohľadávok a záväzkov a predpoveď vývoja investícií do dlhodobého majetku, ktoré majú účinok na správne

fungovanie prevádzky podniku.“³¹ Hlavná časť finančného plánu je vytvorená z výsledných generátorov hodnôt, ale je nevyhnutné tieto indikátory ešte doplniť o ďalšie podklady, aby bol finančný plán kompletný. Plán financií podniku je jeden z doplňujúcich podkladov, ktorý zobrazuje výšku úverov a z nich plynúce splátky, prípadne predpoklad budúcej potreby ďalších úverov a vykazuje aj prípadné navýšenia vlastného kapitálu. Na spresnenie oceňovania je vhodné doplniť aj menej významné položky, ktoré vo veľkej miere neovplyvnia oceňovanie, ale vedia ukázať určité spojitosti medzi budúcnosťou a minulosťou (niektoré výnosové, nákladové položky, pohľadávky alebo záväzky,...) a taktiež aj položky, ktoré nesúvisia s prevádzkou podniku, ale do značnej miery vedia ovplyvniť a zmeniť závery oceňovateľa (investície do cenných papierov, odpredaj nepotrebného majetku,...). Ako jeden z posledných doplnkových podkladov sa odporúča vyjadriť predpoklad výplaty dividend, ktorý vo výslednom hodnotí vie zlepšiť pohľad na vierohodnosť plánu.

Vo finančnom pláne dochádza k rôznemu prepojeniu medzi generátormi hodnôt a doplnkovými podkladmi. Je nevyhnutné si uvedomovať prepojenie všetkých použitých indikátorov a ukazovateľov, pretože môže nastať situácia zmeny v jednom výkaze a ak sa správne nezachytí táto zmena v ďalších krokoch alebo sa nevráti k predchádzajúcim krokom mohlo by dôjsť k potrebe zmeniť celý finančný plán. Zostavenie výkazov finančného plánu pre potreby oceňovania postačuje vytvoriť vo viac agregovanejšej podobe než ako sa používa napríklad v účtovníctve.

1.4 Základné metódy oceňovania podniku

Základné metódy stanovenia hodnoty majetku podniku sú legislatívne kodifikované vo Vyhláške Ministerstva spravodlivosti SR č. 492/2004 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. „Vo vyhláške je uvedených päť metód, ktoré používajú znalci z odboru:

- majetková metóda,
- podnikateľská metóda,
- kombinované metódy,
- likvidačná metóda,

³¹ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.176. ISBN 978-80-87865-38-5.

- porovnávací metoda.“³²

Výsledná hodnota oceňovania je vo väčšine prípadov prienikom okruhov oceňovania a následnou syntézou výsledkov viacerých oceňovacích metód.

Obrázok 2 Základné okruhy metód oceňovania podniku

Oceňovanie na základe analýzy výnosov	Oceňovanie na základe analýzy trhu	Oceňovanie na základe analýzy majetku
☐	☐	☐
☐ metóda diskontovaných peňažných tokov (DFC)	☐ ocenenie na základe trhovej kapitalizácie	☐ účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien
☐ metóda kapitalizovaných čistých výnosov	☐ ocenenie na základe porovnateľných podnikov	☐ substančná hodnota na princípe reprodukčných cien
☐ kombinované výnosové metódy	☐ ocenenie na základe údajov o podnikoch uvádzaných na burze	☐ substančná hodnota na princípe úspory nákladov
☐ metóda ekonomickej pridanej hodnoty	☐ ocenenie na základe porovnateľných transakcií	☐ majetkové ocenenie na princípe trhových hodnôt
	☐ ocenenie na základe odvetvových multiplikátorov	☐ likvidačná hodnota

Zdroj: MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 45.

1.4.1 Metódy založené na základe analýzy výnosov

Za výnosové metódy sa označuje súbor metód, ktoré sa sústredia na odhad vývoja budúcich peňažných príjmov podnikateľského subjektu. „Dané metódy vychádzajú z poznatku, že hodnota statku je určená očakávaným úžitkom pre držiteľa.“³³ Jednoducho povedané pri podnikaní je potrebné investovať určité peňažné čiastky do chodu spoločnosti. V budúcnosti nám podnikanie prinesie určité spätné hodnoty, na základe výnosového prístupu je dôležité stanoviť aj riziko, ktoré všeobecne súvisí s touto činnosťou.

Z doterajších znalostí o hodnote statku vznikli práve tieto metódy oceňovania, ktoré sú dané na základe očakávaného úžitku pre držiteľa (akcionára). Pre majiteľa podniku predstavujú úžitok očakávané výnosy. Podľa teoretických poznatkov je vhodné použiť kategóriu výnosov, ktoré sú vyjadrené na základe konkrétnych peňažných príjmov plynúcich

³² Vyhláška č. 492/2004 Z.z. : 2004 : Vyhláška ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. [online] Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-492>.

³³ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 191. ISBN 978-80-87865-42-2.

držiteľovi oceňovaného majetku. V niektorých prípadoch je možné použiť aj inak vyjadrené výnosy. Na základe chápania výnosov a podľa toho aká veličina sa konkrétne chápe pod pojmom výnosy vo všeobecnom vyjadrení sa rozlišujú jednotlivé výnosové metódy pre oceňovanie podniku.

Do skupiny oceňovacích metód založených na základe analýzy výnosov patria tieto základné:

- Metóda diskontovaných peňažných tokov (DFC),
- Metóda kapitalizovaných čistých výnosov,
- Metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA),
- Kombinované výnosové metódy (výnosové ocenenie kombinované s majetkovým ocenením).

Metóda diskontovaných peňažných tokov (DFC)

Zaraduje sa medzi základné výnosové metódy a teoreticky sa vo všeobecnosti považuje za „najčistejšiu“ metódu. Základom tejto metódy je zisťovanie súčasnej hodnoty očakávaného peňažného toku plynúceho zo spoločnosti, na ktorú sa vzťahuje diskontná sadzba odrážajúca riziko pôsobiace na peňažné toky spoločnosti. Peňažný tok podniku sa považuje za reálny príjem vyjadrený skutočným úžitkom z držaného statku podniku. Táto metóda sa vyskytuje vo viacerých variantoch. Najčastejšie používané formy aj odborníkmi sú: **DFC „entity“** (pojem „entity“ označuje podnik ako celok, výpočet vychádza práve z hodnoty tohto základu), **DFC „equity“** (pojem „equity“ sa chápe ako vlastný kapitál, diskontovaný cash flow pre akcionárov) a **DFC „APV“** (skratka „APV“ sa chápe ako upravená súčasná hodnota, financovanie podniku je zabezpečené iba prostredníctvom vlastného kapitálu, výsledná hodnota oceňovania je v podobe netto).

Zmyslom metódy diskontovaných peňažných tokov je získať výnosové ocenenie vlastného kapitálu. Kroky, ktoré musia byť uskutočnené pri celkovom oceňovaní podniku a predchádzajú použitiu metódy DFC sú nasledovné: získať výsledky strategickej analýzy, finančnej analýzy a zanalyzovaný kompletný strategický finančný plán podniku. Po všetkých týchto procesoch je vhodné pristúpiť k vlastnému oceneniu. Dôležité je vedieť ako stanoviť peňažné toky (cash flow) pre vlastné ocenenie a akými technikami správne odvodiť výnosovú hodnotu z prognózy peňažného toku. Vymedziť peňažný tok nie je len na

ľubovoľnom rozhodnutí, pretože dôležitým determinantom pri tejto metóde je investovaný kapitál a jeho podoba.

Investovaný kapitál slúži ako pomocný ukazovateľ oceňovateľovi pri kvantifikácii minulých úvah o potrebných a nepotrebných aktívach podniku. Predstavuje v podstate bilančnú sumu upravenú o nepotrebné prevádzkové položky a o záväzky, pri ktorých nie je možnosť vyčíslieť náklady, pričom sa vychádza z údajov z účtovnej súvahy. „Označovaný je aj ako prevádzkovo nutný investovaný kapitál a je výsledkom súčtu prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a prevádzkovo nutného (upraveného) pracovného kapitálu.“³⁴ Účtovná súvaha sa pri výpočte investovaného kapitálu upravuje na základe dvoch hľadísk: prvá úprava sa vykoná na základe potreby určiť náklady a v poradí druhá úprava spočíva v úprave a rozdelení aktív na nutné a nepotrebné. Rozhodujúci význam rozdeliť aktíva na neprevádzkový majetok a prevádzkovo nutný investovaný kapitál spočíva vo vykonaní správneho výpočtu voľných peňažných tokov.

Schéma 3 Investovaný kapitál a jeho zložky

Dlhodobé aktíva	Spoplatnený kapitál (vlastný kapitál + cudzí kapitál s úrokmi)	} investovaný kapitál
Pracovný kapitál		

Zdroj: MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s.20.

Diskontná sadzba pre metódu DFC

Postup stanovenia diskontnej sadzby je pre každý variant metódy DFC rozličný. Pri metóde DFC „entity“ sa stanovuje diskontná sadzba na úrovni priemerných vážených nákladov kapitálu (WACC). Pre metódu DFC „equity“ je diskontná sadzba daná nákladmi na vlastný kapitál, ktoré približujú možné riziká pre vlastníkov z peňažných tokov ($n_{vk(z)}$). Pri poslednom variante sa pri určení hodnoty firmy diskontná sadzba stanovuje odhadom nákladov vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení a pri určení hodnoty daňového štítu sa diskontná sadzba určuje na základe nákladov cudzieho kapitálu.

³⁴ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 146. ISBN 978-80-87865-38-5.

Všeobecný vzorec na výpočet diskontnej sadzby:

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

Vysvetlivky:

n_{ck} – náklady na cudzí kapitál

d – sadzba dane z príjmu

CK – trhovú hodnotu cudzieho kapitálu vloženého do podniku

$n_{vk(z)}$ – náklady na vlastný kapitál

VK – trhovú hodnotu vlastného kapitálu

K – investovaný kapitál podniku ($K = CK + VK$)³⁵

Metóda DFC „entity“ – pre potreby oceňovania na základe metódy DFC „entity“ je potrebné získať údaje o množstve peňažných tokov, ktoré je možné vziať z podniku, tak aby nenastala situácia nedostatku finančných prostriedkov alebo porušenie vývoja podniku. Východiskovým bodom je produkcia tvorby peňazí v podniku (prevádzkový peňažný tok), od ktorého sa odčítajú investície ovplyvňujúce výšku budúcich peňažných tokov. Výsledná hodnota predstavuje voľný peňažný tok podniku (FCF – free cash flow). Pri oceňovaní s použitím metódy DFC je výsledkom vždy voľný peňažný tok.

Schéma 4 Výpočet voľného peňažného toku (FCF)

+ Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením ($KPVH_D$) – upravená daň z príjmu ($KPVH_D * \text{daňová sadzba}$)
= Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia po zdanení ($KPVH$) + odpisy + ostatné náklady, ktoré nie sú výdavkom bežného obdobia
= Predbežný peňažný tok – investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu – investície do nákupu prevádzkovo nutného dlhodobého majetku
= voľný peňažný tok (FCF)

Zdroj: MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. s.199. ISBN 978-80-87865-38-5.

³⁵ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 243. ISBN 978-80-87865-38-5.

Voľný peňažný tok predstavuje pre podnik peňažné prostriedky, ktoré môže využiť buď na výplatu dividend (podielov zo zisku) pre akcionárov spoločnosti (v prípade akciovej spoločnosti) alebo pre veriteľov na splatenie dlhov v podobe splátok z úverov a s nimi spojené úroky. Pojem FCF sa považuje za všeobecné označenie. Pre označenie voľného peňažného toku do firmy sa doplní a vznikne rozšírené označenie – FCFF (free cash flow to firm), ktoré sa používa už pri konkrétnych výpočtoch.

Základný vzorec na výpočet hodnoty podniku ako celku:

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

Vysvetlivky:

FCFF_t – voľný peňažný tok firmy v roku t

n – predpokladaný počet rokov existencie podniku

i_k – úroková miera (diskontovaná sadzba)

V praktickom použití sa predpokladá nekonečná existencia podniku (predpoklad „going concern“). Pri takom dlhom období je nemožné použitie a vypracovanie plánu peňažných tokov pre každé obdobie zvlášť. Preto sa odporúča použiť jeden z dvoch variantov výpočtu, a to buď na základe štandardnej dvojfázovej metódy alebo metódy založenej na odhade priemerného tempa rastu.

Dvojfázová metóda rozdeľuje budúce obdobie na dve fázy. V prvej fáze má oceňovateľ možnosť vypracovať prognózu voľného peňažného toku pre dané roky pôsobenia podniku a v druhej fáze sa počíta už s obdobím pôsobenia podniku do nekonečna, teda od konca prvej fázy do nekonečna.

Výpočet hodnoty podniku na základe dvojfázovej metódy:

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

Vysvetlivky:

T – počet rokov prvej fázy

i_k – diskontná sadzba na úrovni priemerných vážených nákladov (označovaná aj ako WACC)

PH – pokračujúca hodnota podniku (hodnota očakávaných peňažných tokov od konca prvej fázy do nekonečna)

Pokračujúca hodnota sa najčastejšie počíta na základe *Gordonovho vzorca*, v ktorom je zahrnutý stabilný a trvalý rast voľného peňažného toku (g). Základnou podmienkou platnosti v tomto vyjadrení je $i_k > g$.

$$\text{pokračujúca hodnota} = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

V niektorých prípadoch sa používa na výpočet pokračujúcej hodnoty *parametrický vzorec*.

$$\text{pokračujúca hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_l}\right)}{i_k - g}$$

Vysvetlivky:

$KVPH_{T+1}$ – prevádzkový výsledok hospodárenia po zdanení v prvom roku po uplynutí obdobia prognózy

g/r_l – miera investícií

Prostredníctvom ocenenia na základe metódy DFC „entity“ sa získa ocenenie prevádzkovo nutného investovaného kapitálu. Na základe doterajších poznatkov sa dá vypracovať všeobecný vzorec na výpočet brutto hodnoty podniku, ktorý je založený na základe dvojfázovej metódy, v ktorom je pokračujúca hodnota podniku vyjadrená na základe Gordonovho vzorca.

Výpočet brutto hodnoty podniku ako celku:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_i)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} * \frac{1}{(1 + WACC_i)}$$

Vysvetlivky:

$FCFF_t$ – voľný peňažný tok firmy v roku t

$WACC_i$ – priemerné vážené náklady kapitálu v roku i

n – predpokladaný počet rokov existencie podniku

g – tempo rastu voľného peňažného toku

T – počet rokov prvej fázy

Pri oceňovaní je dôležité získať aj informácie o hodnote vlastného kapitálu, ktorým v čase oceňovania podnik disponuje. Tieto údaje sa dajú získať jednoduchým spôsobom, a to odčítaním množstva cudzieho kapitálu (CK_0), ktorý je určený k dátumu oceňovania, od výslednej brutto hodnoty podniku (H_b). Týmto jediným krokom nadobudne oceňovateľ hodnotu podniku v tvare netto (precenenú hodnotu vlastného kapitálu).

$$H_n = H_b - CK_0$$

Metóda DFC „equity“ – metóda je vyjadrením podielu peňažných tokov pre vlastníkov spoločnosti. Spôsob výpočtu voľných peňažných tokov je veľmi podobný ako pri metóde DFC „entity“ s nepatrnými rozdielmi. Použitá diskontná miera sa nachádza na inej úrovni, keďže peňažný tok pre vlastníkov je spojený s inou (vyššou) mierou rizika. Zmena diskontnej miery sa odrazí aj na získanom výsledku diskontovaním voľných peňažných tokov.

Schéma 5 Výpočet voľného peňažného toku pre vlastníkov (FCFE)

+ Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením (KPVH)
+ odpisy
+ ostatné náklady, ktoré nemajú charakter výdavkov v danom období
– investície upraveného prevádzkového nutného pracovného kapitálu
– investície do nákupu prevádzkového nutného dlhodobého majetku
= <i>FCFF (FCF na úrovni podniku (entity))</i>
– úroky z cudzieho kapitálu znížené o daňový štít [úrok*(1- daňová sadzba)]
– splátky úročeného cudzieho kapitálu
+ nový úročený cudzí kapitál
= voľný peňažný tok pre vlastníkov (FCFE)

Zdroj: MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 2. upravené vyd. Bratislava : Ekopress, s.r.o., 2018. s 22.. ISBN 978-80-87865-42-2.

Hodnota podniku (netto) na základe Gordonovho modelu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + n_{VK(z)i})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1} - g} * \frac{1}{(1 + n_{VK(z)i})^T}$$

Vysvetlivky:

$FCFE_t$ – voľný peňažný tok pre vlastníkov v roku t

$n_{VK(z)i}$ – úroková miera na úrovni nákladov vlastného kapitálu pri konkrétnej miere zadlženia podniku v roku i

g – tempo rastu FCFE v druhej fáze v budúcich rokoch

Metóda DFC „AVP“ – v praxi sa táto metóda skoro vôbec nepoužíva. Zaraďuje sa medzi dvojkrokové metódy tak ako aj metóda DFC „entity“, ale má svoju špecifickú črtu tým, že výsledná hodnota brutto je zložená z dvoch častí: prvá časť je charakterizovaná výnosovou hodnotou nezadlženého podniku, ktorá sa počíta z voľných peňažných tokov podniku a diskontovaných nezadlžených nákladov vlastného kapitálu. Druhá časť predstavuje daňový štít, ktorý vzniká spoločnosti, ak je čiastočne financovaná cudzím kapitálom.³⁶ Obe časti sa pri výpočte oceňovania počítajú samostatne, ako aj pri predchádzajúcich metódach sa využíva dvojfázová metóda výpočtu oceňovania. Pracuje s upravenou súčasnou hodnotou peňažných tokov, pričom podnik nesmie disponovať a využívať cudzí kapitál na krytie nákladov.

Výpočet ročného daňového štítu:

$$\text{ročný daňový štít} = CK_{t-1} * n_{ck} * d$$

Vysvetlivky:

CK_{t-1} – cudzí kapitál aj s danými úrokmi k počiatku roku t

n_{ck} – percentuálne vyjadrenie nákladov cudzieho kapitálu (úroková miera z cudzieho kapitálu) = prvá časť vzorca ($CK_{t-1} * n_{ck}$) vyjadruje nákladové úroky v absolútnom tvare

³⁶ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Bratislava : Ekopress, s.r.o., 2018. s.23-25. ISBN 978-80-87865-42-2.

d – daňová sadzba z príjmu

Konečný výpočet hodnoty oceňovania v tvare brutto hodnoty je jednoduchým súčtom nezadlženej hodnoty podniku a daňového štítu.

$$H_b = \text{nezadlžená hodnota podniku} + \text{daňový štít}$$

Výpočet brutto hodnoty podniku:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + n_{VK(n)i})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} * \frac{1}{(1 + n_{VK(n)i})^T} + \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} * n_{CKt} * d_t}{(1 + n_{CKi})} + \frac{CK_T * n_{CKT+1} * d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} * \frac{1}{(1 + n_{CKi})}$$

Vysvetlivky:

$n_{VK(n)i}$ – náklady vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení podniku v roku i,

n_{CKi} – náklady cudzieho kapitálu v roku i,

d_t – daňová sadzba v čase t

g – stabilné tempo rastu v druhej fáze

T – počet rokov prvej fázy

Pri tejto metóde sa počíta výsledná hodnota vlastného kapitálu ako aj pri metóde DFC „entity“. Odpočítaním cudzieho úročného kapitálu (CK_i), vykázaného k dátumu oceňovania, z výslednej hodnoty brutto podniku. „Výsledkom je hodnota netto podniku, ktorá vyjadruje precenenie hodnoty vlastného kapitálu.“³⁷

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Patrí k tradičným metódam oceňovania podnikov, ktorá je používaná v Európskych krajinách, najmä tých nemecky hovoriacich. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov je používaná ako metóda „netto“, teda pracuje s hodnotou čistých výnosov pre vlastníkov, s nákladmi vlastného kapitálu a výsledkom je hodnota celkového vlastného kapitálu podniku.

³⁷ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 2. upravené vyd. Bratislava : Ekopress, s.r.o., 2018. s. 25. ISBN 978-80-87865-42-2.

Čisté výnosy sú v tejto metóde chápané ako rozdiel medzi účtovnými výnosmi a nákladmi a vyjadrenie čistého efektu je na základe zostávajúceho zisku, ktorý je určený na rozdelenie medzi akcionárov. Metóda sa odchyľuje od finančnej teórie, v ktorej sú peňažné toky vyjadrené ako úžitky pre držiteľa aktíva. Autori metódy kapitalizovaných čistých výnosov tvrdia, že výhody metódy diskontovaných peňažných tokov, ktoré sú založené na predpokladoch finančných úžitkov, sú prekryté s plánovaním investičných výdavkov do budúcnosti. Odhadnúť tento predpoklad na viacero rokov je značne problematické. Pri výpočte sa vychádza z dvoch základných variantov. Pri prvom variante sa čistý výnos určuje z rozdielu medzi príjmami a výdavkami podniku, teda na základe peňažných tokov. V druhom variante sa čistý výnos vyjadruje z upravených výsledkov hospodárenia, teda účtovne chápaných a upravených nákladov a výnosov.

Sú sformulované konkrétne zásady pre metódu kapitalizovaných čistých výnosov:

1. Určujúcim faktorom pre ocenenie je jeho účel.
2. Pri oceňovaní je potrebné brať podnik ako hospodársku jednotku.
3. Princíp dňa, ku ktorému sa vzťahuje oceňovanie (berú sa do úvahy všetky údaje k dátumu stanoveného oceňovania).
4. Posudok vychádzajúci z oceňovania musí prehľadne zobrazovať výsledné údaje (čitateľ posudku musí ľahko vedieť vyčítať úvahy, výpočty a odhady oceňovateľa).
5. Potrebné vyčleniť prevádzkovo nepotrebný majetok (oceňuje sa zvlášť).
6. Ocenenie prevádzkovo potrebného majetku na základe subjektívnej hodnoty.
7. Ocenenie prevádzkovo potrebného majetku objektivizovanou hodnotou.³⁸

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov má veľa spoločného s metódou DFC, ale každá dospieva k výsledku ocenenia na inom technickom základe (inou technikou). Tieto metódy by mali dosahovať rovnaké výsledky, záleží však na vhodne zvolenej prognóze budúceho vývoja podniku a dodržaní správneho postupu výpočtu. Zásadnou chybou pri metóde kapitalizovaných čistých výnosov je automatické preberanie čistých ziskov do oceňovania.

³⁸ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 2. upravené vyd. Bratislava : Ekopress, s.r.o., 2018. s.242. ISBN 978-80-87865-42-2.

Metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)

Ekonomická pridaná hodnota, označovaná ako EVA, predstavuje pojem známy v ekonomickej teórii a vo veľkej miere je využívaná aj v ekonomickej praxi podnikov. Má obrovský význam v rámci hodnotenia výkonnosti podniku, využíva sa ako nástroj finančnej analýzy, riadenia a oceňovania podniku. Zavedenie tohto ukazovateľa predchádzalo viacerým zisteným nedostatkom ukazovateľov výnosnosti. Metóda EVA spĺňa základné atribúty, ktoré neboli dosiahnuté pri iných ukazovateľoch. „Ukazovateľ EVA vykazuje úzku väzbu na hodnotu akcií, umožňuje získať a využiť najviac údajov a informácií z účtovníctva, vykazuje aj predpoklady možných strát a rizík a v neposlednom rade sa dá použiť na vykázanie výnosnosti podniku a na vytvorenie ocenenia podniku.“³⁹ Základnou stavebnou jednotkou tejto metódy je meranie ekonomického zisku, ktorý je dosahovaný po uhradení všetkých bežných nákladov aj nákladov kapitálu. Podnik dosahuje kladný účtovný zisk, ak výnosy prevýšia náklady na cudzí kapitál, ktoré znižujú celkové výnosy, a taktiež kladný ekonomický zisk, ktorý sa vytvára iba v prípade ak náklady na vlastný kapitál neprevyšujú hodnotu dosiahnutého zisku. V prípade vysokých nákladov na vlastný kapitál, vlastníci dosahujú ekonomickú stratu.

Základný výpočet metódy EVA:

$$EVA = NOPAT - WACC * C$$

Vysvetlivky:

NOPAT – („operating profit after taxes“) prevádzkový zisk vytvorený z hlavnej činnosti podniku po zdanení. ($EBIT - (1 * \text{daňová sadzba})$)

WACC – („weighted average cost of capital“) priemerné vážené náklady kapitálu

C – („capital“) celkový investovaný kapitál, označovaný aj ako NOA – čisté operačné aktíva⁴⁰

i. Výpočet za rok t pomocou vzorca nákladov na kapitál:

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

³⁹ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 2. upravené vyd. Bratislava : Ekopress, s.r.o., 2018. s. 321. ISBN 978-80-87865-42-2.

⁴⁰ VOCHOZKA, M. a kolektiv. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 2. aktualizované vyd. Praha : GRADA Publishing, 2020. s. 193. ISBN 978-80-271-1701-7.

- ii. Výpočet za rok t pomocou vzorca hodnotového rozpätia:⁴¹

$$EVA_t = \left(\frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) * NOA_{t-1}$$

Z tohto výpočtu je možné analyzovať dva medzivýsledky a to operačnú rentabilitu (NOPAT/NOA) a ekonomickú rentabilitu, ktorá je vyjadrená rozdielom medzi operačnou rentabilitou a váženými nákladmi kapitálu.

Pri metóde EVA sa používajú viaceré varianty výpočtu. Pri oceňovaní podniku sa môžu vziať do úvahy metódy EVA „entity“, „equity“ alebo „APV“. Sú to rovnaké spôsoby výpočtu ako pri výnosovej metóde DFC. Ďalším spoločným znakom je použitie v praxi, kde je pri oboch najviac žiadaná a obvykle používaná metóda „entity“.

Schéma 6 Oceňovanie podniku pre vlastníkov

Trhová hodnota operačných aktív
+ trhová hodnota neoperačných záväzkov
– trhová hodnota úročených záväzkov
= trhová hodnota vlastného kapitálu

Zdroj: MARÍK, M. a kolektív. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. s.334. ISBN 978-80-87865-38-5.

Schéma 7 Hodnota operačných aktív

Čisté operačné aktíva (NOA)
+ trhová pridaná hodnota (MVA)
= trhová hodnota operačných aktív

Zdroj: MARÍK, M. a kolektív. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. s 334. ISBN 978-80-87865-38-5.

Pri oceňovaní má silnú váhu práve trhová pridaná hodnota, ktorá vyjadruje hodnotu stanovenú trhom. Trhová pridaná hodnota predstavuje vízie do budúcnosti a teda možné očakávania vývoja a fungovania podniku. Naopak ukazovateľ EVA vyjadruje a meria fungovanie a dosiahnuté úspechy z minulosti. Na výpočet brutto hodnoty podniku sa volí

⁴¹ HAMUROVÁ A. a kolektív. 2008. *Stanovenie hodnoty majetku*. Bratislava: Iura Edition, 2008. s.388. ISBN 978-80-8078-224-5.

dvojfázová metóda. Druhá fáza je počítaná ako stabilná renta so stabilnou EVA do nekonečna, kde je možné počítať aj s určitým tempom rastu.

Výpočet hodnoty podniku brutto:

$$H_b = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC_i)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1}-g} * \frac{1}{1+WACC_i}$$

Vysvetlivky:

H_b – hodnota podniku brutto (hodnota investovaného kapitálu)

EVA_t – EVA v roku t [$(NOPAT_t / NOA_{t-1} - WACC_t) * NOA_{t-1}$]

NOA_0 – čisté operačné aktíva (dané k dátumu oceňovania)

T – počet rokov v prvej fáze

g – tempo rastu v 2. fáze

$WACC_i$ – priemerné vážené náklady kapitálu v roku i

Výpočet hodnoty podniku netto:

$$H_n = H_b - CK_0$$

Kombinované výnosové metódy

V dnešnej dobe kombinované výnosové metódy hodnotenia podniku sú veľmi populárne a najčastejšie používané v krajinách západnej Európy a USA, kde majú aj jednu z najdlhších tradícií. Tieto metódy sa sústreďia na budúcnosť a vychádzajú z finančného a obchodného plánu podniku do budúceho obdobia. Ide o kombináciu majetkových a výnosových metód oceňovania.

„Podľa autorov Vozár a Komorník vyplývajú určité výhody a nevýhody použitia výnosových metód:

- **Výhody** použitia výnosových metód:
 - dynamické metódy, ktoré sa sústreďia na budúcnosť,

- menšia finančná zaťaženosť, pretože nie sú časovo náročné a menej namáhavé na prácu,
 - nezahrňujú majetok, ktorý podnik nepoužíva,
 - orientácia na budúce výnosy spoločnosti,
 - sú vhodné pre podniky, ktoré poskytujú služby.
- **Nevýhody** použitia výnosových metód:
 - možné problémy pri získaní finančného plánu podniku = nedostatok informácií,
 - použitie obmedzenej alebo neobmedzenej životnosti,
 - stanovenie miery trvalo udržateľného rastu,
 - výpočet nákladov vlastného kapitálu.⁴²

1.4.2 *Metódy založené na základe analýzy trhu*

Tieto metódy sú najbližšie bežnému občanovi a patria medzi najjednoduchšie na pochopenie. Vychádzajú z teórie a praxe o tom, že obvykle, ak chceme niečo prediť, najjednoduchší spôsob ako ohodnotiť tento majetok je na základe trhových cien, teda za koľko sa v danom období predáva daný porovnateľný majetok. Metódy založené na analýze trhu predstavujú jeden z najnáročnejších procesov, pretože sa pri nich používa prieskum dostupných dát a hľadanie podobných investícií. Na druhej strane sú časovo a finančne náročné, v týchto metódach získať spoľahlivé informácie o investíciách najmä pri malých a stredných podnikoch, ktoré majú svoje prevody zabezpečené a utajované pred verejnosťou.

Existujú určité výhrady voči trhovému porovnávaniu, ale aj napriek týmto výhradám sa nedá celkom zaobiť bez metód založených na analýze trhu. „Najviac rozšírené používanie a najlepšie podmienky sú pre túto metódu v Spojených štátoch amerických, pretože sa tu nachádza jeden z najväčších akciových trhov a jedna z najlepších údajových základní. Súčasne v tejto krajine fungujú firmy, ktoré sú zamerané na získanie dát a vytváranie databáz o typoch podnikov, pri predaji či kúpe o cenách podnikov za kúpu alebo predaj a o ďalších potrebných údajoch, ktoré sa využívajú pri možných fúziách

⁴² VOZÁR, M. - KOMORNÍK J. *Oceňovanie podnikov*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2012. s. 138. ISBN 978-80-89553-07-5.

alebo akvizíciách.“⁴³ Práve USA sa vo svete v tejto sfére považuje za nenahraditeľnú a predstavuje základ pri tvorení nových postupov a oceňovacích metód.

„Ako aj pri predchádzajúcej uvedenej metóde boli spomenuté určité výhody a nevýhody aj pri tejto skupine metód autori Vozár a Komorník stanovili:

- **Výhody** použitia metód založených na analýze trhu:
 - sú jednoduché na použitie a ľahko pochopiteľné,
 - technicky menej prácne a náročné,
 - aktuálne informácie sú zahrnuté,
 - jednoduchší výpočet ako pri výnosových metódach,
 - na rozdiel od výnosových metód nezávisia od budúcich výnosov, ich aplikácia je možná aj bez finančného plánu podniku.
- **Nevýhody** použitia metód založených na analýze trhu:
 - nedostatok spoločností, ktoré sa dajú navzájom porovnávať,
 - nie sú verejne dostupné informácie o prevodoch akcií, ktoré sú dôležité a potrebné,
 - chýba flexibilita, ktorá je pri ostatných metódach prítomná.“⁴⁴

Vo východnej a strednej Európe bola kedysi použiteľnosť porovnávacej metódy skôr neuskutočniteľná a komplikovaná, a to z dôvodu malého počtu porovnateľných podnikov. Pri tejto metóde je vhodné mať k dispozícii najmenej päť a viac porovnateľných podnikov, ktoré sa zhodujú v predmete činnosti, historickom vývoji, kapitálovej štruktúre a ďalších spoločných hľadiskách. Postupom času dochádza k vzniku nových spoločností, ktoré vstupujú na trh a jeho postupným dozrievaním a rozširovaním táto metóda postupne nadobúda väčšie uplatnenie pri oceňovaní nielen v USA, ale aj v Európe.

Do skupiny oceňovacích metód založených na analýze trhu sa zaraďujú tieto tri základné metódy, ktoré sú vo veľkej miere využívané najmä na trhu v USA:

- metóda porovnateľných podnikov,
- metóda porovnateľných transakcií,

⁴³ VOZÁR, M. - KOMORNÍK J. *Oceňovanie podnikov*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2012. s. 139. ISBN 978-80-89553-07-5.

⁴⁴ VOZÁR, M. - KOMORNÍK J. *Oceňovanie podnikov*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2012. s. 139-140. ISBN 978-80-89553-07-5.

- porovnanie podnikov pre vstup na burzu,
- metóda odvetvových multiplikátorov.

1.4.3 *Metódy založené na základe analýzy majetku*

Na základe týchto metód oceňovania získavame celkové údaje o majetkovej podstate podniku, často označovanej ako substančná hodnota. Celková majetková hodnota podniku je definovaná ako prienik a súčet jednotlivých ocenených položiek majetku, po odrátaní súhrnu jednotlivých záväzkov a dlhov podniku. Vzniká výsledná hodnota, ktorá predstavuje hodnotu čistého obchodného majetku. Majetkové ocenenie je v princípe jednoduché, všeobecne zrozumiteľné a pre všetkých aktérov jasné. Z praktického hľadiska predstavuje obťažnejší princíp, v ktorom je potrebný odhad do akej miery bude schopný trh vstrebať majetok, ktorý sa likviduje. Niektorí autori klasickej oceňovacej teórie vyslovili názor na majetkovú hodnotu K. Mellerowicz: „Majetková hodnota podniku, t.j. substančná hodnota, by mala obsahovať všetky položky majetku, v ktorých sú zahrnuté použité výdavky práve na dosiahnutie majetku a tieto výdavky vytvárajú príspevok ku konečným výsledkom hospodárenia podniku.“⁴⁵ Skôr ako sa použije majetkové ocenenie je dôležité stanoviť predpoklad, či bude daný podnik pokračovať vo svojej činnosti na trhu. V závislosti na tomto základe sa ďalej členia majetkové metódy a určujú sa zásady a predpoklady oceňovania jednotlivých zložiek majetku. Môžu nastať dve situácie:

- predpoklad trvalej existencie podniku, zaraďujú sa sem viaceré princípy oceňovania,
- predpoklad zániku podniku, teda dlhodobá existencia nie je možná, s týmto predpokladom je spojená likvidačná metóda oceňovania.

V prípade pokračovania podniku môže byť majetková hodnota stanovená na základe prístupov k vlastnému oceňovaniu položiek majetku (ocenenie na báze historických cien, ocenenie na báze nákladov znovuoživenia, ocenenie na základe usporených nákladov a ocenenie na báze trhových hodnôt).

Majetkové ocenenie na princípe trhových hodnôt – prístup spočíva v tom, že každá položka majetku je ocenená samostatne na základe trhovej hodnoty. Toto majetkové ocenenie sa odporúča aplikovať najmä na nevýrobné podniky, ktoré svoju činnosť nevenujú

⁴⁵ Melrowicz, K. Der Wert der Unternehmung als Ganzes. Essen: Girardet, 1952. 226 s. ASIN : B0000BLH2O.

obchodu alebo poskytovaníu služieb, ale sú zamerané skôr na držbu finančných alebo realitných aktív (investičné spoločnosti, holdingové podniky).⁴⁶

Účtovná hodnota na princípe historických cien – základným použitým prvkom je skutočná hodnota majetku podniku, ktorý je hodnotený na princípe historických cien, teda vypovedá o danej cene majetku pri kúpe. Pri dlhodobom majetku táto hodnota vykazuje nepatrné rozdiely od ekonomickej reality. Konkrétna podoba ocenenia je zostavená na základe platných noriem účtovníctva, teda sa zostavuje súvaha ako vyjadrenie účtovného ocenenia podniku. Tento princíp má nízku vypovedaciu schopnosť z viacerých dôvodov. Jedným z dôvodov je diferenciacia v cene pri nadobudnutí majetku a pri reálnej cene, ktorá sa berie do úvahy pri ocenení majetku v danom okamihu. K ďalším dôvodom sa radí aj skutočnosť, že v súvahe medzi aktívami nie sú zahrnuté všetky podnikové aktíva vo vlastníctve.

Substančná hodnota na princípe nákladov znovuoobnovenia – cieľom ocenenia je získať odpovede a dáta ako nákladné a za akých podmienok by bolo vykonané znovuoobnovenie podniku. Výsledkom ocenenia je substančná hodnota v užšom slova zmysle. Substančné ocenenie vykazuje súhrn samostatných ocenení jednotlivých položiek majetku podniku. „Zisťujú sa vo väčšine prípadoch reprodukčné hodnoty jednotlivých majetkových položiek, ktoré sú očistené o náležité opotrebenia, a týmto ocenením sa vykazuje vecná hodnota majetku.“⁴⁷ V niektorých literatúrach sa označuje táto metóda ako založená na princípe reprodukčných cien. Substančná hodnota sa môže vyčíslovať rôznymi spôsobmi ako napr. *hodnota brutto* (reprodukčné ceny majetku znížené o opotrebenie), *hodnota netto* (hodnota brutto znížená o čiastku záväzkov a dlhov podniku = ocenenie vlastného kapitálu), *úplná substančná hodnota* (vyčíslené všetky náklady na znovuoobnovenie presne do stavu k dátumu ocenenia vrátane nehmotných položiek, v praxi ťažko dosiahnuteľné), *neúplná substančná hodnota* (ak je zahrnutý majetok, s ktorým sa ľahko narába a jeho vymedzenie je bezproblémové).

Substančná hodnota podniku a jeho jednotlivých zložiek majetku sa zisťuje na základe nákladového ocenenia. Na základe rôznych spôsobov sa dá dospieť k potrebným údajom o výške nákladov, ktoré by boli v prípade znovuoobnovenia vynaložené. Medzi takéto

⁴⁶ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 372. ISBN 978-80-87865-38-5.

⁴⁷ HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1.vyd. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 154. ISBN 978-80-89364-29-9.

spôsoby zaradujeme : indexovú metódu, priame zisťovanie cien, oceňovanie podľa zvolenej jednotky a funkčné zisťovanie cien.

Význam a použiteľnosť – obmedzený význam má substančná hodnota v zmysle nákladového ocenenia, kde nemôže byť použitá ako hlavná metóda pre odhad trhovej hodnoty podniku a to z dôvodu, že hodnota aktíva je zo svojej podstaty daná úžitkami investora, ktoré nie sú výsledkom nákladového ocenenia. Na vzdory tohto obmedzeného významu sa substančná hodnota uplatňuje v rôznych situáciách a na rozdielne účely slúži, kde ako pomocný údaj pre výnosové ocenenie, predstavuje doplnkovú informáciu o rozsahu majetku v podniku, slúži ako investičná hodnota podniku pre konkrétneho investora, jedným z podkladov pre odhad goodwillu, používa sa na odhad podielu v spoločnosti a mnohé ďalšie účely použitia tejto hodnoty.

Substančná hodnota na princípe úspory nákladov – pri rozhodovaní sa o kúpe podniku alebo alternatívou vybudovaním nového podniku nepostačuje vyjadrenie substančnej hodnoty na princípe reprodukčných cien. Vyčísľuje čiastočnú úsporu nákladov, ale skutočne ušetrené náklady podniku nevykazuje. Celková hodnota závisí na predstave investora o budúcej ekonomickej činnosti. Na tomto základe je spracovaný odhad o budúcich investičných výdavkoch vynaložených na vybudovanie nového podniku. Celková hodnota majetku je výsledkom schopnosti nahradiť investičné výdavky po zobrazení do úvahy prevádzkových nákladov podniku. Na rozdiel od predchádzajúcej metódy substančnej hodnoty, pri metóde úspor nákladov nedochádza k oceneniu jednotlivých položiek majetku, ale sa prihliada na peňažné toky spojené s jednotlivými položkami, výnimku tvoria iba neprevádzkové aktíva. Určenie na základe úspory nákladov predstavuje dosť zložitú metódu substančnej hodnoty.

Likvidačná hodnota – táto hodnota sa zisťuje v prípade, že majetok podniku bude zlikvidovaný alebo vzniká úvaha o jeho rozdelení alebo rozpredaní. Figuruje ako súčet jednotlivých predaných majetkových položiek podniku. V niektorých prípadoch je oceňovanie na základe likvidačnej hodnoty označované ako výnosová metóda alebo je daná predpokladanými príjmami z likvidácie. „Všeobecne sa neberú do úvahy dosiahnuté príjmy

z podniku ako z funkčného celku, ale príjmy získané práve z vykonanej likvidácie majetkových položiek.“⁴⁸ Likvidačná hodnota má viaceré funkcie:

- tvorí dolnú hranicu hodnoty podniku, ak táto hodnota bude dosahovať nižšie hodnoty ako likvidačná, ekonomická situácia podniku nie je v poriadku a je vhodné hľadať riešenia v sanácii podniku,
- do úvahy treba brať likvidačnú hodnotu podniku a výnosovú hodnotu z finančného plánu podniku, ktorý by zahrňoval možné ozdravenia podniku. Ak bude likvidačná hodnota vyššia ako výnosová hodnota zahrňujúca aj sanačné opatrenia pre podnik bude po ekonomickej stránke výhodnejšie neozdravovať a nepokračovať vo funkcii, ale rozhodnúť sa pre cestu likvidácie podniku.⁴⁹

Význam a použiteľnosť – výpočet likvidačnej hodnoty je v celku jednoduchý, no z praktického hľadiska je potreba vykonať odhad do akej miery trh majetok vstrebe a za akú vysokú cenu. Predovšetkým sa používa v prípadoch: ako súčasť ocenenia podniku s obmedzenou životnosťou, ocenenie stratových podnikov, odhad dolnej hranice ocenenie podniku, pri rozhodovaní o sanácii alebo likvidácii podniku. Rovnako môže poslúžiť ako meradlo istoty investovaného kapitálu do podniku a používať by sa mal pri oceňovaní neprevádzkového majetku. Zo stanoveného účelu, na ktorý má slúžiť likvidačná hodnota sa odvíja presnosť výpočtu a hĺbka vykonanej analýzy. Ak sa rozhoduje o prípadnej sanácii podniku presnosť analýzy by mala byť čo najpresnejšia a hĺbka by mala byť prienikom celého podniku. „Ak likvidačná hodnota slúži iba ako doplnkový odhad dolnej hranice ocenenia nie je nutné vykonávať presné odhady, môžu byť použité jednoduchšie.“⁵⁰

⁴⁸ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 366. ISBN 978-80-87865-38-5.

⁴⁹ HÁLEK, V. *Oceňování majetku v praxi*. 1.vyd. Bratislava : DonauMedia, 2009. s. 153. ISBN 978-80-89364-29-9.

⁵⁰ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018, s. 367-368. ISBN 978-80-87865-38-5.

2 Cieľ a metodika práce a metódy skúmania

Hlavným cieľom záverečnej práce je charakterizovať jednotlivé metódy oceňovania podnikateľských subjektov na základe teoretických poznatkov a vykonať ocenenie vybraného podnikateľského subjektu.

Čiastkové ciele práce:

- popísať účel a význam oceňovania,
- vysvetliť postup a jednotlivé metódy oceňovania,
- identifikovať výhody a nevýhody jednotlivých metód oceňovania,
- aplikovať vybrané metódy na ocenenie vybraného podniku.

Metodika práce a metódy skúmania

V záverečnej práci bolo použitých viacero vedeckých metód:

- Literárna rešerš zameraná na danú problematiku oceňovania podnikov, na základe tejto metódy sa získala potrebná literatúra, ktorá bola vo veľkej miere použitá v práci.
- Selekcia získaných informácií z dôvodu vytvorenia čo naj dôveryhodnejšieho formátu práce, v praktickej časti sme použili túto metódu pri voľbe vhodného podnikateľského subjektu.
- Pozorovanie bolo použité ako v teoretickej tak aj v praktickej časti práce, vo väčšom rozsahu pri vytváraní oceňovania daného vybraného podniku, pri ktorom bolo dôležité pozorovať viaceré aspekty.
- Analýza bola použitá v podstatnej väčšine práce, vo väčšine času poslúžila pri skúmaní podnikateľského subjektu, kde sme na jej základe dospeli k základným informáciám, ktoré boli potrebné pre ďalšie kroky.
- V rámci matematických metód a teoretických poznatkov sme vykonali finančnú analýzu zdravia a záverečné oceňovanie nami vybraného podniku, výsledné hodnoty sme zapracovali do tabuliek a grafických zobrazení.
- Dôležité bolo aj použitie komparácie pri viacerých krokoch oceňovania.

V závere práce boli použité dve vedecké metódy: syntéza pomocou, ktorej sme všetky dosiahnuté čiastkové výsledné hodnoty skompletizovali a na základe

dedukcie sme vyriešili výsledky oceňovania, prípadné odporúčania na zlepšenie situácie podniku pre manažérov a vedenie spoločnosti a vysvetlili pre budúcich investorov alebo prípadných kupcov či je správna voľba pre nich práve tento podnikateľský subjekt.

Všetky údaje uvedené v záverečnej práci boli získané z rôznych knižných podôb a internetových stránok. V teoretickej časti práce bola použitá najmä domáca a zahraničná literatúra, okrem knižných zdrojov boli čerpané informácie z odborných článkov a elektronických časopisov. Skutočnosti uvedené o vybranej spoločnosti v praktickej časti práce boli získané prostredníctvom finančných stránok ako FinStat.sk, Obchodný register Slovenskej republiky a v rámci oficiálnej webovej stránky spoločnosti.

3 Výsledky práce

Táto časť záverečnej práce nadväzuje na dosiahnuté teoretické znalosti z oblasti danej problematiky, teda oceňovania. Všetky znalosti, fakty a metódy sme pretransformovali do praxe a vytvorili koncept laického ocenenia vybraného podnikateľského subjektu. Sledované obdobie finančných ukazovateľov, účtovných výkazov a rôznych iných finančných podkladov sme stanovili na 6 rokov.

Oficiálne obchodné meno zvoleného podnikateľského subjektu nebude uvedené z dôvodu zachovania citlivosti získaných údajov a daná spoločnosť neposkytla oprávnený súhlas na zverejnenie. Charakteristika podnikateľskej činnosti, číselné údaje o finančnom stave podniku, predpoklady a plány do budúcnosti a rôzne iné dáta spomenuté v práci sú na báze oficiálnych informácií, ktoré sú čerpané z účtovných výkazov (súvaha, výkaz ziskov a strát, účtovná závierka), výročných správ, vyjadrení predstavenstva spoločnosti a údajov na oficiálnej webovej stránke. Udelené nami obchodné meno spoločnosti, ktoré sa bude používať počas celej práce je názov „Omega“.

3.1 Charakteristika spoločnosti

Vznik spoločnosti sa datuje začiatkom 90-tych rokov 20. storočia, presnejšie v roku 1993, založená bola spoločenskou zmluvou. Od tohto obdobia sa vývoj a cieľ spoločnosti nesie v rovnakom duchu. Jedine obchodné meno spoločnosti získalo nový vzhľad ešte v roku 2008, tento oficiálny názov používa spoločnosť až do súčasnosti. Za hlavnú podnikateľskú činnosť sa považuje najmä developerská produkcia kancelárskych, obchodných a logistických nehnuteľností a poskytovanie nájomných priestorov pre novovzniknuté „startupy“ alebo dlhodobो pôsobiace podniky na trhu. Patrí do medzinárodnej developerskej skupiny „Geta“⁵¹.

V rámci svojej činnosti sa spoločnosť posúva z pozície klasického developera do pozície medzinárodného poskytovateľa pracovného priestoru ako služby. Na slovenskom trhu má vysoké postavenie v tejto oblasti. Za dlhé roky existencie rozšírilo svoju pôsobnosť na európsky aj celosvetový trh : Poľsko, Maďarsko, Česká republika, Nemecko, Cyprus, Luxembursko, Veľká Británia. Nachádza sa v konkurenčnom prostredí, ako každá fungujúca spoločnosť, v ktorom svojou silou, dlhodobým postavením, tvorbou úspešných projektov

⁵¹ Oficiálny názov medzinárodnej skupiny nie je možné použiť, preto je zvolený iný, nami stanovený názov.

vyniká spomedzi všetkých konkurentov. Počas dlhého pôsobenia v tejto branži spoločnosť vytvorila množstvo významných projektov, ktoré slúžia ako kancelárske priestory, obchodné centrá alebo logistické priestory.

Obrázok 3 Identifikačné údaje spoločnosti Omega a.s.

Základné informácie	Štatutárny orgán	Základné imanie a akcie
☐ <i>Vznik spoločnosti</i> rok 1993	☐ <i>Predstavenstvo</i> oficiálne jeden predseda predstavenstva a 3 členovia	☐ <i>ZI</i> vo výške: 322 040 € rozsah splatenia: 322 040 € hlasovacie práva: 100
☐ <i>Obchodné meno</i> Omega	☐ <i>Dozorná rada</i> 3 členovia	☐ <i>Akcie</i> počet akcií: 970 ks druh: kmeňové
☐ <i>Právna forma</i> akciová spoločnosť (a.s.)	☐ <i>Akcionár</i> spoločnosť Geta	☐ podoba: listinné forma: na meno menovitá hodnota: 322 € /1ks akcie

Zdroj: vlastné spracovanie na základe: Výpisu z Obchodného registra Okresného súdu Bratislava I.

Predmet činnosti spoločnosti:

- ✓ Kúpa, predaj a prenájom nehnuteľností,
- ✓ Kúpa a predaj tovarov v rozsahu voľnej živnosti,
- ✓ Sprostredkovateľská činnosť v rozsahu predmetu podnikania,
- ✓ Prenájom nehnuteľností spojený s doplnkovými službami,
- ✓ Obstarávateľské služby spojené s prenájomom nehnuteľností,
- ✓ Činnosť organizačných a ekonomických poradcov,
- ✓ Organizovanie školení, kurzov a seminárov,
- ✓ Leasing spojený s financovaním a leasing motorových vozidiel,
- ✓ Vedenie účtovníctva,
- ✓ Sprostredkovanie predaja, prenájmu a kúpy nehnuteľností (realitná činnosť),
- ✓ Poskytovanie úverov a/alebo pôžičiek z peňažných zdrojov získaných výlučne bez verejnej výzvy a bez verejnej ponuky majetkových hodnôt,
- ✓ Sprostredkovanie poskytovania úverov a/alebo pôžičiek z peňažných zdrojov získaných výlučne bez verejnej výzvy a bez verejnej ponuky majetkových hodnôt,

- ✓ Reklamné a marketingové služby,
- ✓ Počítačové služby a služby súvisiace s počítačovým spracovaním údajov,
- ✓ Výskum a vývoj v oblasti prírodných, technických, spoločenských a humanitných vied.⁵²

Predmet činnosti spoločnosti je v značnej miere rozsiahli z dôvodu pôsobenia v zahraničí a tým pádom podlieha rôznym dopytovým požiadavkám a na druhej strane dodávateľsko - odberateľským vzťahom. Spoločnosť nie len rozširuje infraštruktúru v krajinách, v ktorých pôsobí, ale vytvára aj projekty s dobročinným a rozvojovým motívom. Vytvorila nadáciu s účelom oživenia verejných priestorov a vrátenia života miestam, ktoré už dlhodobo chátrajú v hlavnom meste Slovenskej republiky. Cieľom bolo obnoviť a vytvoriť miesta slúžiace na oddych ako oáza pokoja.

Ako zamestnávateľ na slovenskom pracovnom trhu sa nenachádza na popredných priečkach z jediného dôvodu a to, pretože nové pracovné pozície vo veľkej miere zobrazuje najskôr na svojej oficiálnej webovej stránke až po čase na známych pracovných portáloch. Cieľom spoločnosti je získať popredných zamestnancov, ktorí budú inovatívni, inšpiratívni voči svojim kolegom a taktiež proaktívni, aby tvorba a chod nových projektov boli na vysokej úrovni. Zamestnanci v spoločnosti sú odmeňovaní prostredníctvom mzdy, ktorá nie je iba jedinou odmenou. V rámci kvartálnych odmien získavajú zamestnanci poukážky v určitých hodnotách, ktoré môžu využiť na nákup rôznych produktov alebo služieb. Prostredníctvom tímovej práce má možnosť získať každé oddelenie „budget“, teda rozpočet a môžu ho využiť na spríjemnenie pracovného dňa vo forme rekreácie, obedu, predĺženého víkendu. Táto spoločnosť vidí víziu v motivovaní ľudí na lepšie podávanie pracovných výkonov prostredníctvom takýchto odmien.

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza sa zameriava na analýzu vývoja vonkajšieho a vnútorného potenciálu podniku na trhu. V rámci vonkajšej analýzy podniku sme použili PESTLE analýzu. Analyzovali sme aj vnútorné prostredie a strategické ciele spoločnosti a na záver

⁵²Výpis z Obchodného registra Okresného súdu Bratislava I. Ministerstvo spravodlivosti Slovenskej republiky. *Obchodný register Slovenskej republiky na internete*. [online] 2022, [cit.20.1.2022] Dostupné na : <https://www.orssr.sk/vypis.asp?ID=44074&SID=2&P=1>.

strategickej analýzy sme využili SWOT analýzu na získanie hlbšieho pohľadu na spoločnosť.

3.2.1 *Analýza vonkajšieho potenciálu – PESTLE analýza*

Názov tejto analýzy pozostáva zo súboru začiatkových písmen faktorov, ktoré sa skúmajú v rámci vonkajšieho potenciálu podniku. Touto analýzou sa odhalia príležitosti a možné hrozby spoločnosti v budúcnosti.

P – politický faktor. Spoločnosť pôsobí na viacerých celosvetových trhoch, v rámci Európy aj mimo nej. Z pohľadu politickej situácie všetky krajiny, v ktorých spoločnosť vytvára svoje developerské projekty a aktívne sa podieľa na rozvoji infraštruktúry nevykazujú politickú nestabilitu alebo určité problémy v politickom systéme. Politická stabilita zabezpečuje pre spoločnosť výhodné dodávateľsko – odberateľské partnerstvá. V Európskej únii platí bezcolná zóna, ktorá taktiež v dostatočnej miere pozitívne vplýva na vykonávanie činnosti podniku. Iba v prípade Veľkej Británie, v ktorej spoločnosť vo veľkej miere vedie obrovské projekty a plánuje pokračovať vo výstavbe kancelárskych a obchodných centier, sú politické podmienky vcelku rozdielne. Z dôvodu pretrvávajúceho Brexitu⁵³ v krajine sa zmenili celkové podmienky obchodu a cezhraničnej výmeny tovarov a služieb. Taktiež medzi politické faktory sa jednoznačne zaraďujú zavedené opatrenia krajín proti šíreniu pretrvávajúcej pandémie COVID-19 vo svete. Skoro vo všetkých kooperujúcich krajinách spoločnosti boli zavedené miernejšie opatrenia neovplyvňujúce vo veľkej miere predmet činnosti podniku.

E – ekonomický faktor. Ekonomická situácia na Slovensku sa za sledované obdobie päť rokov výrazne nemenila. Od pokrízového obdobia od roku 2010 sa slovenská ekonomika vracala do normálu a vykazovala rastové hodnoty makroekonomických ukazovateľov, ale v roku 2020 príchodom pandémie COVID-19 a karanténymi opatreniami sa návrat spomalil. Z dôvodu zavádzania opatrení na zamedzenie šírenia tohto vírusu, niektoré krajiny uzatvárali hranice a vytvárali akoby svoju vlastnú bublinu, zavádzali zákaz vychádzania obyvateľov, práca ľudí bola nariadená výhradne z domu, zatvárali sa podniky a obchody rôzneho druhu a mnohé iné opatrenia. Za celý rok 2020 slovenská ekonomika vykázala prepád výkonnosti o 6%. Miera poklesu reálneho HDP (-4,8%) nebola tak výrazná ako sa očakávalo na začiatku pandémie, hodnota poklesu bola menšia ako v priemere za eurozónu.

⁵³ Proces ukončenia členstva Veľkej Británie a Severného Írska v Európskej únii.

Celková zamestnanosť klesla o 2,5% ale nominálna mzda vzrástla o 3,2% a prekročila hranicu celoročného priemeru. Veľkým pozitívom sa ukázal vývoj na trhu práce, kde neprišlo k vysokému nárastu nezamestnanosti ako predpokladali viacerí odborníci. Všetky tieto udalosti ovplyvnili aj chod a ekonomickú situáciu spoločnosti Omega. Naskytli sa obmedzenia priameho kontaktu s dodávateľmi, investormi a budúcimi nájomníkmi, v podstatnej miere to vplývalo na uzatváranie kontraktov. Výrazný vplyv to však nemalo na dodávateľské vzťahy, ani na výpadky objednávok. Pokračovali významné výstavby projektov, ktoré práve v tejto dobe začala spoločnosť realizovať.

S – sociálny faktor. Jeden z výrazných sociálnych faktorov, ktorý ovplyvňuje rozvoj a chod spoločnosti Omega je celkový vývoj populácie a s tým spojená životná úroveň ľudí vo všetkých krajinách pôsobenia. Pri väčšej populácii s dobrou životnou úrovňou sa zväčšuje potenciálny trh, preukazuje sa to tým, že vzniká väčší záujem o nehnuteľnosti ponúkané spoločnosťou, teda o kancelárske a logistické priestory. Ak sa obyvateľstvo nachádza na dobrej životnej úrovni, ľudia sú ochotní investovať svoje prebytočné finančné zdroje do nových nehnuteľností, prípadne sa rozhodnú podnikáť a tým vznikajú v spoločnosti nové „startupy“. Spoločnosť je aj vo veľkej miere práve zameraná na nových začínajúcich podnikateľov s cieľom pomôcť im rozbehnúť ich biznis.

T – technologický faktor. Technologický vývoj v dnešnej dobe dosahuje rýchle tempo rastu. Práve s týmto vývojom je spojený vznik rôznych inovácií, ktoré spoločnosť využíva vo veľkej miere pri riešení nájomných, predajných alebo vlastných priestorov. Cieľom spoločnosti je naplno využívať výdobytky nových technológií a tým zlepšiť pracovné priestory svojim zamestnancom alebo nájomníkom, napr. využitím technologickej a senzorickej platformy prostredníctvom, ktorej sa získava prehľad o tom ako najúčinnnejšie využívať priestory, aká je kvalita pracovného prostredia a ako fungujú interné siete spoločnosti. Prevládajúci technologický boom znamená pre spoločnosť iba určité výzvy v ďalšom rozvíjaní spoločnosti.

L – legislatívny faktor. Tento faktor má veľký vplyv na ďalšie pôsobenie spoločnosti. Ak sa naskytne prípad určitých zmien v legislatíve a budú v neprospech obchodníkov a podnikateľov spôsobí to nevôľu ďalej zostávať v danej krajine a presunie svoju podnikateľskú činnosť do inej, menej legislatívne náročnejšej krajiny. Činnosť spoločnosti sa nachádza na rôznych miestach Európskej únie, ale v žiadnej z krajín nemá potrebu ukončiť svoju činnosť z dôvodu zaťažujúcich legislatívnych práv a noriem.

E – ekologický faktor. Zachovanie prírody a životného prostredia sa pri vytváraní nových projektov spoločnosti vo veľkej miere prerokováva a vždy musia byť brané tieto faktory do úvahy. Pri každej novej vízii a pri projektovej dokumentácii sa zahŕňajú prírodné prvky do interného aj externého prostredia. Tento faktor v určitej miere ovplyvňuje činnosť spoločnosti, musí byť zakomponovaný v každom novom projekte.

3.2.2 Analýza vnútorného potenciálu

Pri analýze vnútorného prostredia sa určujú a vyhodnocujú priame alebo nepriame faktory, ktoré pôsobia na trhové podiely. Priame faktory sa používajú pri výrobných podnikoch a tie nepriame sú vhodné pre každý typ podnikateľského subjektu.

„*Nepriame faktory*: kvalita manažmentu a vedenia podniku; charakter a štruktúra personálu; inovácie, výskum a vývoj, priame faktory konkurenčnej sily.“⁵⁴

I. Hodnotenie kvality manažmentu a vedenia podniku

Výkonná časť spoločnosti pozostáva z viacerých kompetentných ľudí, ktorí zastrešujú aj riadenie v krajinách pôsobenia. Predstavenstvo spoločnosti pozostáva zo štyroch členov, jedného predsedu predstavenstva a troch členov predstavenstva. V tejto spoločnosti je tvorená aj dozorná rada, v ktorej sa nachádzajú 3 členovia. Celkový počet zamestnancov zo 6 krajín sa šplhá k číslu 700. Na Slovensku spoločnosť zamestnáva okolo 100 zamestnancov, zaraďuje sa počtom zamestnancov do kategórie stredných podnikov, ktoré nemusia vytvárať komplikovanú organizačnú štruktúru. Spoločnosť v rámci svojho zamerania podnikateľskej činnosti zostavuje viaceré oddelenia, ktoré sa zameriavajú na konkrétne činnosti a bez ktorých by nebolo možné vypracovávať nové návrhy a následne ich realizovať.

Vedenie a manažment podniku majú jasne stanovené svoje budúce vízie a stratégie spojené s realistickými pohľadmi. Spĺňajú schopnosti prognózovať a plánovať bežné činnosti chodu spoločnosti, ale sú aj príkladnými pri rýchlom riešení neočakávaných a náhodných problémov a situácií. Do pozície manažéra, vedúceho oddelenia, výkonného riaditeľa spoločnosti sa starostlivo vyberajú kandidáti väčšinou už zo základu pôsobenia na

⁵⁴ MARÍK, M. a kolektív. *Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy*. 4. upravené a rozšírené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. s. 100. ISBN 978-80-87865-38-5.

nižšej pozícii, spoločnosť je zásadová a do týchto pozícií nevyberá človeka z vonkajšieho prostredia.

II. Hodnotenie personálu

Zameranie spoločnosti je vo väčšine prípadov na výstavbu a projekciu veľkých projektov, s tým súvisí aj správne zaradenie kvalifikovaných a odborne zameraných zamestnancov. Na vytváraní projektu sa zúčastňuje množstvo ľudí, ktorí musia byť zameraní na rôzne detaily a bez chýb všetko vypracovať. Spoločnosť zamestnáva najmä dobre kvalifikovaný personál s odbornými znalosťami a schopnosťami. Za svoje pracovné schopnosti a výkon sú odmeňovaní a motivovaní rôznymi formami či už koncoročnými alebo kvartálnymi prémiami, darčkovými poukážkami alebo formou preplatenia spoločných aktivít zamestnancov mimo oddelenia. Nadpolovičnú väčšinu zamestnancov tvoria mladí inovatívni ľudia, ale vyššie pozície zastávajú prevažne starší, pracovne skúsenejší zamestnanci. V spoločnosti sa neprejavuje výrazná fluktuácia, veľké množstvo zamestnancov pôsobí v podniku viac ako 10 rokov.

III. Hodnotenie konkurenčnej sily

Spoločnosť na slovenskom trhu je popredným poskytovateľom nových developerských projektov. Víziou a cieľom je poskytnúť pre ľudí nové, moderné, prírodné priestory, v ktorých sa budú cítiť ako doma. V konkurenčnom prostredí sa nachádzajú viaceré spoločnosti s rovnakým zameraním podnikateľskej činnosti. Spoločnosť vyniká a odlišuje sa od svojich konkurentov spôsobom tvorby a výstavby nehnuteľností, majú svoju výraznú charakteristiku a formou poskytovaných služieb voči svojim odberateľom a postojom, správaním sa voči svojim dodávateľom. Aj v čase pandemickej krízy dodávky tovarov a služieb poskytovali podľa dohodnutých platných zmlúv a záväzky si plnili v čase ich splatnosti.

3.2.3 SWOT analýza

Vytvorenie SWOT analýzy poskytuje hlbší prehľad vnútornej a vonkajšej situácie podniku. Pozostáva zo silných a slabých stránok, príležitostí a hrozieb podniku. V nasledujúcej tabuľke sú zhrnuté všetky spomínané charakteristiky spoločnosti Omega.

Tabuľka 2 SWOT analýza spoločnosti Omega a.s.

POZITÍVNE		NEGATÍVNE
INTERNÉ	Silné stránky (Strengths)	Slabé stránky (Weaknesses)
	- o dlhodobé pôsobenie na trhu - o dobre známa spoločnosť na Slovensku a v zahraničí - o kvalifikovaní zamestnanci - o zamestnanci s jazykovými znalosťami - o stabilné vzťahy s dodávateľmi - o finančná stabilita - o výhodné medzinárodné vzťahy - o charitatívna činnosť	- o časté zmeny v inováciách - o veľké množstvo cieľov a aktivít - o vysoké nároky na zamestnancov a ľudí okolo seba - o vyššia administratívna povinnosť - o existencia bariéry na trhu vo Veľkej Británii - o slabá reklama
EXTERNÉ	Príležitosti (Opportunities)	Hrozby (Threats)
	- o rozšírenie činnosti do iných krajín - o získanie medzinárodného ocenenia - o zlepšenie ekonomickej situácie v krajine - o rozvoj prostredníctvom vzdelania zamestnancov - o koniec pandémie (COVID-19)	- o strata dobrej pozície na niektorých z trhov pôsobenia - o ohrozený trh s nehnuteľnosťami - o strata dobrých dodávateľov - o škody na nehnuteľnostiach - o odchod zamestnancov - o úprava daňových zákonov - o pokračujúca situácia pandémie (COVID-19) - o štátne zásahy

Zdroj: vlastné spracovanie na základe interných dokladov spoločnosti.

3.3 Analýza finančného zdravia podniku

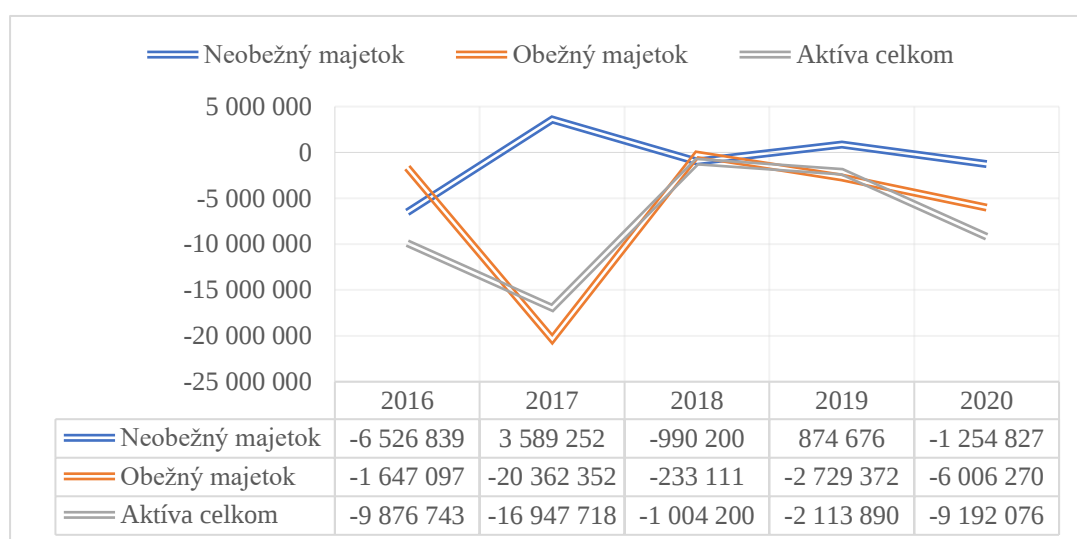
Ako druhý dôležitý krok v poradí pri postupe oceňovania sa považuje finančná analýza podniku. Touto analýzou sa získajú podrobné finančné údaje o danom podniku a na základe výsledkov sa zhodnotí budúce fungovanie podniku. Môžu nastať rôzne varianty. Z dosiahnutých údajov je možné usúdiť či je podnik schopný pokračovať naďalej vo svojej podnikateľskej činnosti alebo nastane situácia, kedy pôsobenie podniku sa nachádza na konci svojej éry. V rámci finančnej analýzy sme sa rozhodli najskôr vykonať analýzu absolútnych ukazovateľov, ktorá pozostáva z horizontálnej a vertikálnej analýzy účtovných výkazov. Ako druhý krok bola zvolená analýza pomerových ukazovateľ (ukazovatele likvidity, rentability, zadlženosti a aktivity) a v závere sme použili bankrotový model (Altman model).

3.3.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

Na základe údajov získaných z účtovných výkazov, presnejšie zo súvahy, z výkazu ziskov a strát a výkazu cash flow spoločnosti, za sledované obdobie 6 rokov sme sa rozhodli vyhodnotiť finančné zdravie podniku najskôr na základe absolútnych ukazovateľov. Uvádzame dva druhy analýz, ktoré sme použili v nasledujúcich krokoch.

Horizontálna analýza – nazývaná taktiež aj ako analýza trendov.

Graf 1 Horizontálna analýza vybraných položiek aktív v Súvahe spoločnosti Omega a.s.

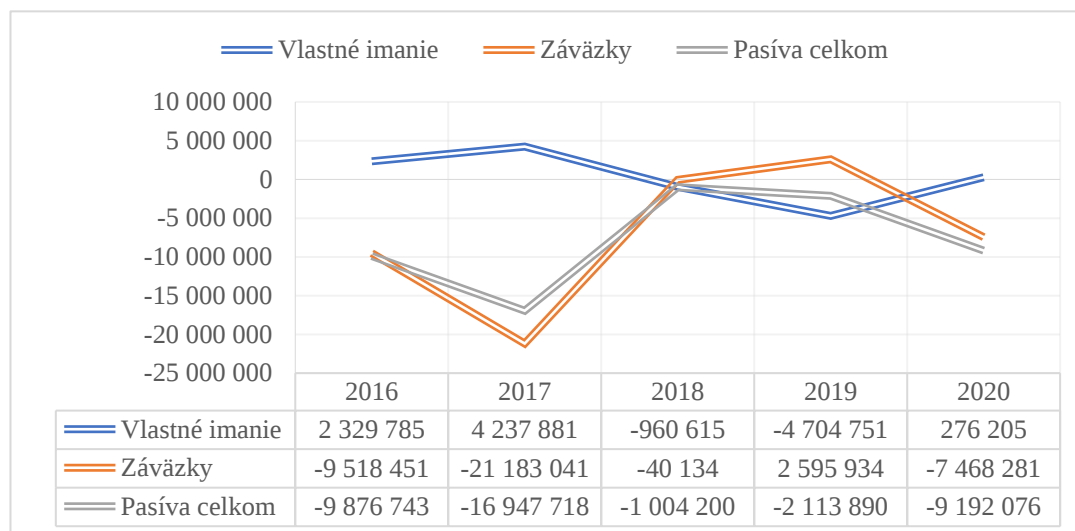


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

V grafickom zobrazení sú zachytené trendové rozdiely v období 5 rokov v absolútnych hodnotách. Neobežný majetok spoločnosti vykazuje trendový pohyb a to z dôvodu každoročnej zmeny, v roku 2015 začínal na jednej z najvyšších úrovní držby neobežného majetku a v nasledujúcich rokoch sa hodnota tohto majetku raz navyšovala a neskôr nastali určité poklesy. Tieto viditeľné zmeny nastávali z dôvodu predajov skonštruovaných stavieb, ktoré boli vo vlastníctve spoločnosti. V daných rokoch, kde bol nižší pomer neobežného majetku boli práve roky s najväčšími predajmi viacerých stavieb. Obežný majetok tvorí väčšiu časť celkových aktív spoločnosti, je to samozrejme z dôvodu hlavného predmetu podnikania. Pri týchto aktívach je možné sledovať určité výrazné trendy, presnejšie klesajúci a následne rastúci trend, ktoré sa striedali od začiatku sledovaného obdobia. Najväčšiu časť obežného majetku tvoria najmä krátkodobé pohľadávky a finančné účty. Od prvého sledovaného roku, roku 2015, sa postupom času začali krátkodobé pohľadávky znižovať, v sledovanom období spoločnosť bola vo fáze tvorby viacerých

nových projektov, ktoré ešte neboli vo finálnych verziách, tým pádom sa spoločnosť nevytvárali v takom množstve nové pohľadávky a nezvyšovali sa ani finančné účty. Pri porovnávaní celkových aktív spoločnosti sú evidentné taktiež dva základné trendy. V rokoch 2015 a 2016 spoločnosť disponovala vyššími celkovými aktívami ako v nasledujúcich rokoch.

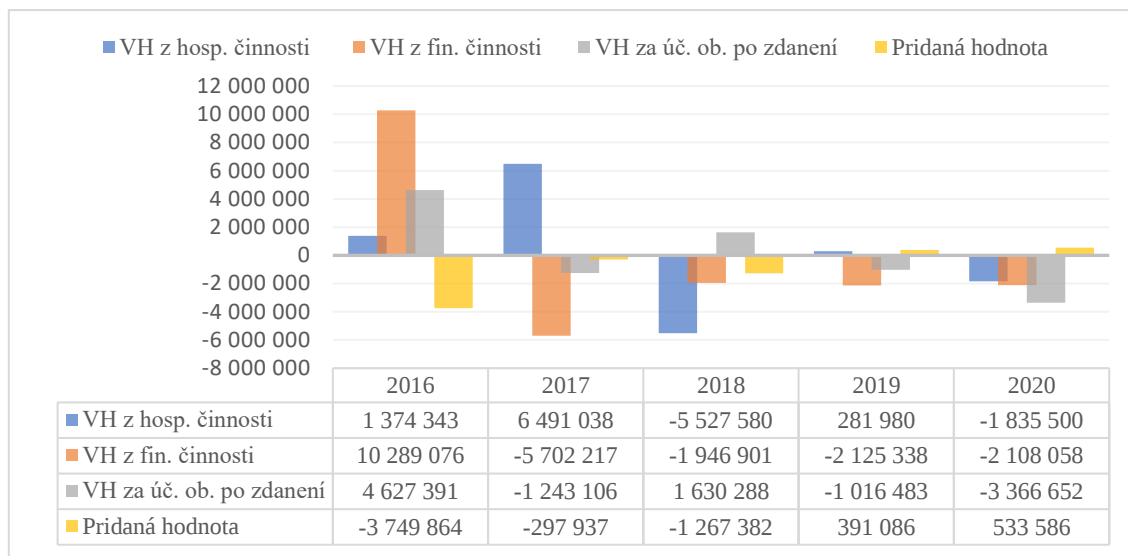
Graf 2 Horizontálna analýza vybraných položiek pasív v Súvahe spoločnosti Omega a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

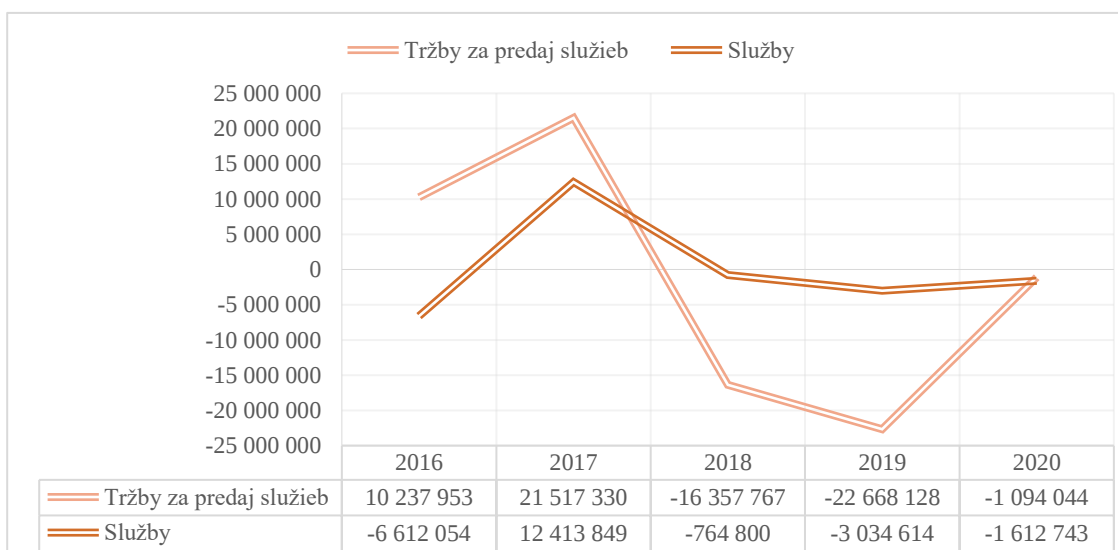
Grafické znázornenie pasív spoločnosti vykazuje výrazné trendové pohyby, tak ako aj na druhej strane súvahy, na strane aktív. Iba práve vo vlastnom imaní spoločnosti sa neudiali výrazné zmeny počas sledovaného obdobia, vo veľkej miere ovplyvňovali výsledky hospodárenia výslednú hodnotu vlastného imania podniku. Najmenší rozdiel bol medzi rokmi 2019 a 2020, kedy boli zisky spoločnosti na jednej z najnižších úrovní, vo veľkej miere boli ovplyvnené začínajúcou pandémiou COVID-19 vo svete. Záväzky spoločnosti sa nachádzajú vo väčšom trendovom pohybe, od začiatku obdobia hodnota celkových záväzkov poklesla, a celkové rozdiely v daných rokoch sa znižovali z dôvodu približne rovnako vytvorených záväzkov. Celková hodnota pasív, rovnako ako aj pri aktívach, vykázala dva základné výrazné trendy pohybu. Na začiatku obdobia výrazne poklesli celkové pasíva a následne sa trend dostal na určitú úroveň, v ktorej zotrúva do súčasnej doby.

Graf 3 Horizontálna analýza vybraných položiek z VZaS spoločnosti Omega a.s



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo VZaS spoločnosti.

Graf 4 Horizontálna analýza tržieb a služieb z VZaS spoločnosti Omega a.s.

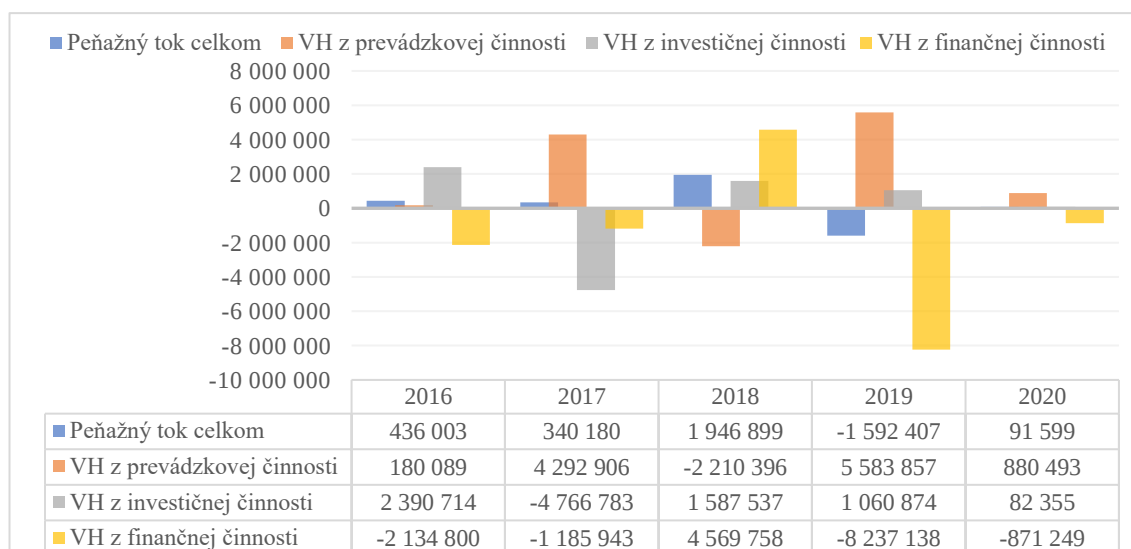


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z VZaS spoločnosti.

Horizontálnu analýzu sme aplikovali aj na výkaz ziskov a strát. Z grafických zobrazení je možné pozorovať výrazné trendové pohyby, vo výsledkoch hospodárenia zo začiatku sledovaného obdobia nastali pozitívne zmeny, kedy každým rokom všetky výsledky hospodárenia sa zvyšovali, až v poslednom roku spoločnosť vykázala zisk, ale už nie v takej výške ako v predchádzajúcich rokoch. Práve začínajúca pandémia v roku 2020 ovplyvnila výsledok hospodárenia spoločnosti.

Trendový vývoj tržieb za predaj služieb vykázal klesajúci trend, kedy od roku 2018 nastal výrazný pokles v tržbách, a od tohto obdobia už spoločnosť nedospela k predchádzajúcim výsledným hodnotám, ale naďalej tržby získané za predaj služieb predstavovali veľmi pozitívny vývoj. Aj v roku 2020 spoločnosť dosiahla výrazne vysoké tržby.

Graf 5 Horizontálna analýza vybraných položiek výkazu cash flow spoločnosti Omega a.s.

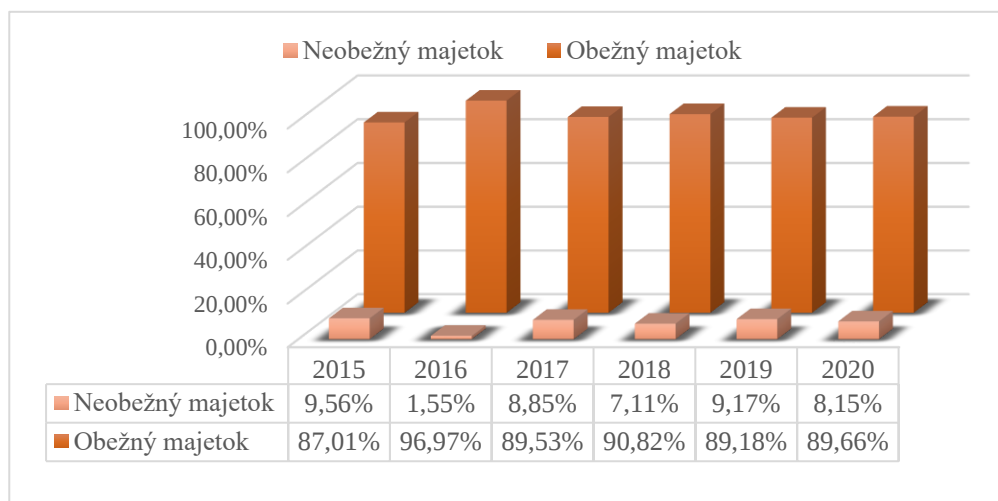


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z VZaS spoločnosti.

Po horizontálnej analýze výsledné hodnoty celkového cash flow za sledované obdobie dosahovalo kladné hodnoty, výnimkou bol iba rok 2019, kedy nastal výrazný pokles vo výsledku hospodárenia z finančnej činnosti, ktorý práve ovplyvnil výsledný cash flow. Spoločnosť počas celého obdobia vo väčšej miere investovala finančné zdroje do dlhodobého hmotného majetku o čom nasvedčovalo záporné cash flow z investičnej činnosti.

Vertikálna analýza – inak nazývaná aj ako percentuálna analýza.

Graf 6 Vertikálna analýza základných položiek aktív v súvahe spoločnosti Omega a.s.

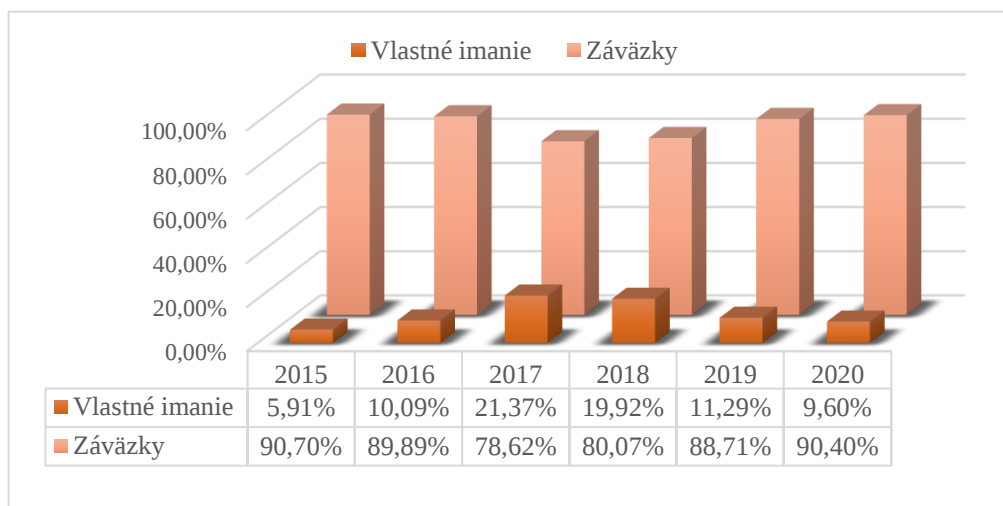


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Z vertikálnej analýzy aktív spoločnosti vyplýva základný poznatok o rozložení obežného a neobežného majetku. V spoločnosti prevláda výrazný podiel obežných aktív na celkovom majetku, v každom sledovanom roku dosahoval obežný majetok viac ako 80-siat percentný podiel. Daná štruktúra zodpovedá obchodnému charakteru podniku. Najnižšie percentuálne zastúpenie neobežného majetku na celkových aktívach spoločnosti bolo v roku 2016. Jedným z dôvodov mohol byť veľmi nízky číselný podiel dlhodobého hmotného a finančného majetku v neobežných aktívach.

Na druhej strane súvahy, na strane pasív, možno pozorovať zrkadlový príklad. Zastúpenie vlastných zdrojov podniku je v menšej miere ako podiel cudzích zdrojov. Významným dôvodom je práve predmet činnosti podnikania, pri tejto developerskej spoločnosti sú celkové záväzky tvorené vo veľkej časti obzvlášť krátkodobými záväzkami, ktoré sú podrobnejšie tvorené ostatnými záväzkami voči prepojeným účtovným jednotkám v podniku. Táto spoločnosť je materskou jednotkou a má viaceré dcérske spoločnosti, ktoré práve svojou činnosťou navyšujú celkové krátkodobé záväzky materskej jednotky. Výrazná zmena v podielovom zastúpení vlastného imania nastalo v roku 2017 príčinou bolo navýšenie ostatných kapitálových fondov o výrazne vyššiu čiastku ako predchádzajúce roky.

Graf 7 Vertikálna analýza základných položiek pasív v súvahe spoločnosti Omega a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

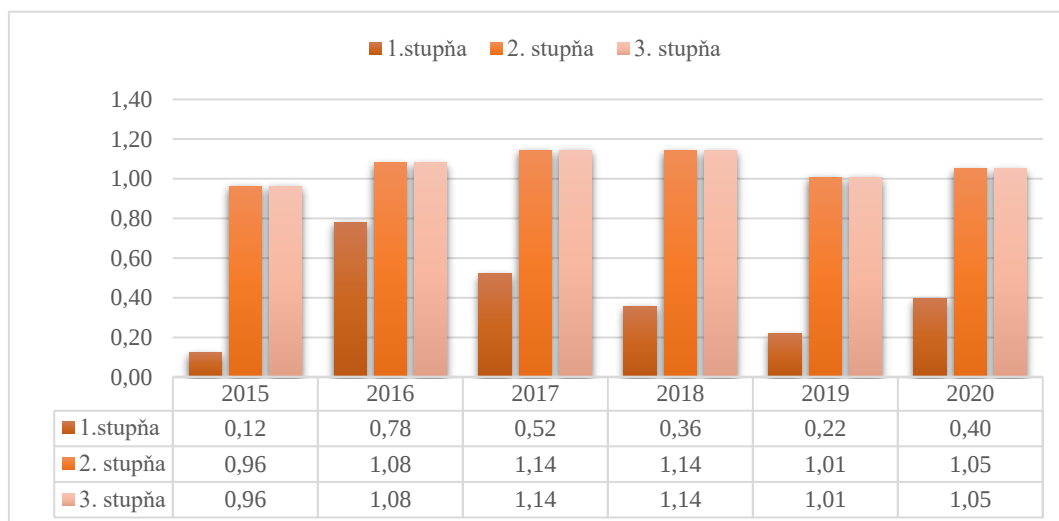
3.3.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Po analýze absolútnych ukazovateľov je nevyhnutné sa pozrieť aj na analýzu vybraných pomerových ukazovateľov. Základným prvkom je vykázať podrobný obraz o finančných charakteristikách vybraného podniku. Prinášajú podrobnú analýzu štruktúry majetku, vlastných a cudzích zdrojov, podávajú správu o určitých zmenách v nákladoch a výnosoch a o pohyboch v tržbách podniku. Na zhotovenie výpočtu pomerových ukazovateľov sme čerpali vybrané údaje z účtovných závierok podnikateľského subjektu za obdobie 2015 – 2020. Popri pomerových ukazovateľoch sme na záver analýzy použili bankrotový ukazovateľ (Altman model), ktorý dopĺňa výsledné finančné hodnotenie tým, že jeho závery určia či daný podnik prosperuje alebo sa nachádza v situácii možného bankrotu.

Ukazovatele likvidity

Daný podnik nemá v predmete svojho podnikania výrobnú činnosť, nedisponuje žiadnymi zásobami ani v jednom roku a z tohto dôvodu výsledky bežnej a celkovej likvidity dosahujú rovnaké hodnoty. Odporúčané optimum (0,2 – 0,6) pre likviditu 1.stupňa spĺňa podnik vo všetkých rokoch okrem roku 2015, kedy výsledná hodnota sa nachádzala pod optimom. Naznačovalo to neschopnosť v budúcnosti hradiť práve splatné záväzky, ale tento záver sa nevyplnil keďže v nasledujúcich rokoch už boli dosiahnuté optimálne hodnoty a podnik bol schopný splácať svoje záväzky pohotovo.

Graf 8 Vybrané ukazovatele likvidity spoločnosti Omega a.s.



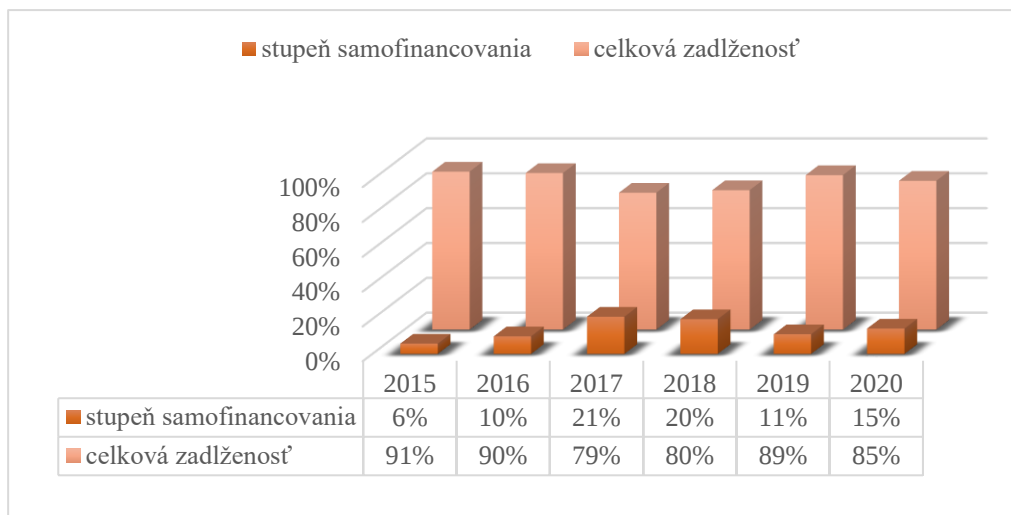
Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Pre bežnú likviditu je odporúčaná hranica 1 – 1,5, ktorá bola prekročená a dosiahnutá v každom sledovanom roku okrem roku 2015. V danom roku bola porušená likvidita, pretože podnik disponoval nízkym množstvom likvidných prostriedkov ku pomeru celkových záväzkov, miernou záchranou boli krátkodobé pohľadávky, ktoré čiastočne pokryli nedostatky. Pri celkovej likvidite sa nachádza optimum na vyššej úrovni (1,5 – 2,5) ako pri bežnej likvidite. Zásadnou podmienkou v tomto ukazovateli sa uvádza najnižšia hranica (hodnota 1), výsledné hodnoty pod týmto optimom vykazujú platobnú neschopnosť daného subjektu. V roku 2015 sa podnik vyskytol pod touto hranicou, pre subjekty s nižšími zásobami, akým je aj daná spoločnosť, sa pomer posúva na nižšiu úroveň. Podnik nedosiahol platobnú neschopnosť, mal v držbe dostatok iných prostriedkov na čiastočné pokrytie všetkých svojich záväzkov.

Ukazovatele zadlženosti

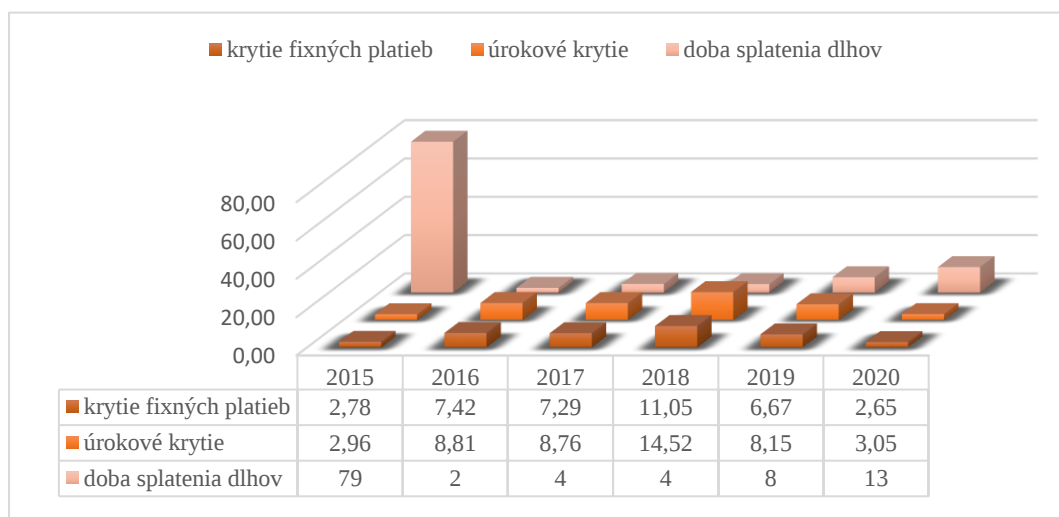
Na ukazovateľ celkovej zadlženosti sa dá prizeriť z dvoch uhlov pohľadov. Veriteľ očakáva nižšie percento a tým zaručenú situáciu väčšej koncentrácie vlastného imania v podniku, čo ďalej vykazuje splatenie záväzkov ak by sa podnik nachádzal v likvidácii. Opačný postoj má manažment a vlastníci očakávajú vyššie hodnoty ukazovateľa.

Graf 9 Základné ukazovatele zadlženosti spoločnosti Omega a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Graf 10 Vybrané ukazovatele zadlženosti spoločnosti Omega a.s.



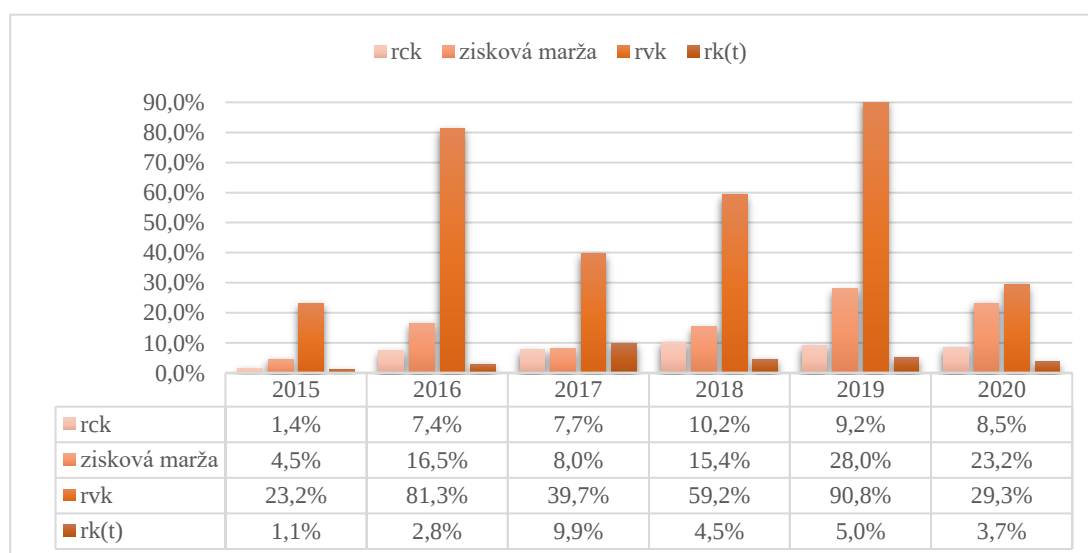
Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Vo všetkých rokoch celková zadlženosť dosahovala hodnoty viac ako 50%, čím sa spoločnosť neukázala ako atraktívny objekt pre veriteľov, ktorí majú potrebu vyváženého množstva vlastného imania a záväzkov. Stupeň samofinancovania, ako doplnkový faktor ku celkovej zadlženosti, sa nachádza na veľmi nízkych úrovniach čo naznačuje, že spoločnosť väčšinu svojich aktív nehradí vlastnými zdrojmi, ale používa cudzie zdroje. Spoločnosť sa každým rokom snaží znižovať celkovú zadlženosť, ale keďže hlavným predmetom podnikania je developerská činnosť množstvo záväzkov sa nebude nachádzať nikdy na minimálnej úrovni.

Ukazovateľ úrokového krytia predstavuje v daných rokoch ukážkové hodnoty. Roky 2015 a 2020 sú vyčnievajúcimi rokmi z dôvodu nižších hodnôt, čo pre spoločnosť bolo a je znakom menšej únosnosti ďalšieho dlhového zaťaženia. Pre rok 2015 to bolo iba znamenie zdvihnutého varovného prsta, pretože v nasledujúcich rokoch už podnik vykázal lepšiu schopnosť splácať úroky plynúce z cudzích zdrojov. Rok 2020 bol kritickejší v podobe dosiahnutého zisku pre spoločnosť z viacerých dôvodov, jedným bola výstavba nového nákladného projektu a druhým dôvodom bola aj pretrvávajúca pandemická situácia vo svete.

Ukazovatele rentability

Graf 11 Vybrané ukazovatele rentability spoločnosti Omega a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Rentabilita celkového vloženého kapitálu (rck) dosahuje veľmi nízke hodnoty v priemere ku podobným odvetvovým spoločnostiam. Tieto údaje hovoria o tom, že každé 1 euro vloženého kapitálu prinieslo iba menej ako 0,50 centov čistého zisku. Tento ukazovateľ vykazuje takéto hodnoty, pretože podnik disponuje nízkym množstvom vlastných zdrojov a je odkázaný vo väčšine času svojho podnikania splácať za záväzky získanými cudzími zdrojmi. Pri tak veľkej spoločnosti akou je spoločnosť Omega je takáto situácia prípustná. Rentabilita vlastného kapitálu (rkt) v niektorých rokoch dosahuje extrémne vysoké hodnoty a to z dôvodu nižšieho podielu vlastného kapitálu na celkovom kapitáli, tento ukazovateľ stráca na význame. Zisková marža sa postupom sledovaného

obdobia navyšovala, čo je pozitívnym signálom. Predstavuje to situáciu zvyšovania percenta predaja zmeneného na zisky. Spoločnosť sa nezaobrá primárne predajom, tak aj výška ziskovej marže sa nachádza pod hranicou 50%. Posledný významný ukazovateľ rentability prevádzkovo nutného investovaného kapitálu sa vyvíjal počas sledovaného obdobia celkom rovnomerne. Za príčiny tohto vývoja sa považujú rovnomerne rozložené investície, vyššia rentabilita v roku 2017 mohla byť spôsobená nižšími odpismi a tým dosiahnutím vyššieho zisku v danom roku.

Ukazovatele aktivity

Graf 12 Vybrané ukazovatele aktivity spoločnosti Omega a.s.

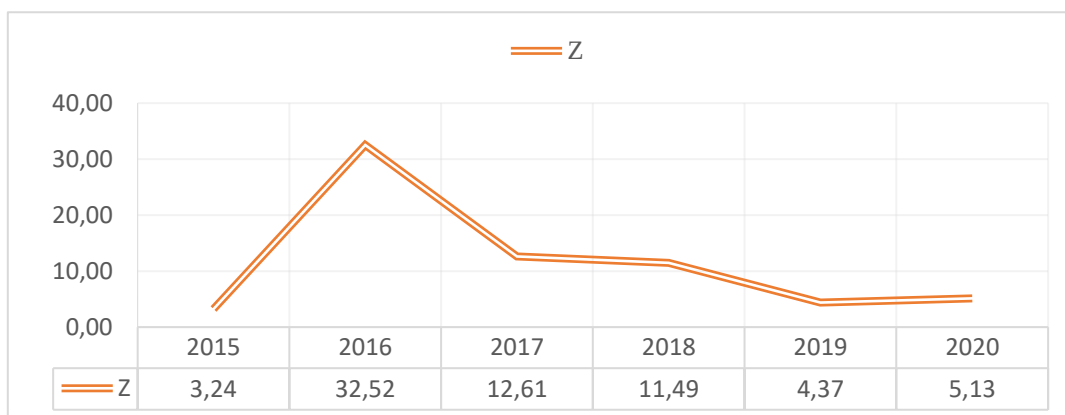


Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Doba splatnosti záväzkov dosahovala počas všetkých rokov nízke hodnoty a tým sa dosvedčilo postavenie spoločnosti voči svojim dodávateľom, považuje včasné splácanie záväzkov za veľmi dôležitú úlohu a tým získanie bezpodmienečnej dôvery zo strany dodávateľov. Priemerná doba splatnosti pohľadávok je 92 dní, čo nasvedčuje ohľaduplné správanie spoločnosti voči svojim odberateľom, ale v prípade rapídneho nárastu dní nesplatenia by mohli nastať problémy s nedostatkom likvidných zdrojov spoločnosti. Musela by sa rozhodovať medzi väčším zadlžovaním alebo by sprísnila podmienky splácania pohľadávok a určila by vlastnú hranicu.

Altman model

Graf 13 Výsledné hodnoty Altman modelu spoločnosti Omega a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov zo súvahy spoločnosti.

Výsledné údaje v každom roku nasvedčujú skvelú finančnú situáciu spoločnosti a takýto vývoj sa predpokladá aj do budúcnosti. Platobná schopnosť je zabezpečená v každom roku dostatkom finančných zdrojov.

Záver analyzy finančného zdravia

Finančné zdravie spoločnosti počas sledovaného obdobia sa dokázalo a napriek niektorým menším problémovým hodnotám dosiahnutých v niektorých ukazovateľoch najmä v roku 2015 si zachovala status dobre fungujúcej a do budúcnosti prosperujúcej spoločnosti. Rok 2015 bol poznačený viacerými internými problémami spoločnosti, naskytli sa problémy pri výstavbe jedného projektu a vzápätí nastali na významnej dokončenej budove konštrukčné a statické problémy, ktoré priviedli podnik do bodu, kedy musel ukončiť nájomné zmluvy a stavbu zrovnáť so zemou. Tieto negatívne udalosti sa odrazili aj na výslednom zisku a tržbách spoločnosti. Takýto zvrät sa očakával aj v roku 2020, keďže tento rok bol poznačený začiatkom pandémie COVID-19. Situácia súvisiaca s pandemiou, ale neovplyvnila výrazne podnikateľské aktivity, vo veľmi malej miere poklesli tržby za predaj služieb a celková rentabilita pri porovnaní s predchádzajúcim rokom 2019. Na tento pokles spoločnosť zareagovala ihneď a prostredníctvom správneho riadenia nákladov, navýšenia vlastných zdrojov a zníženia záväzkov si udržala kladný výsledok hospodárenia.

3.4 Oceňovanie vybranej spoločnosti Omega a.s.

Na základe predchádzajúcich poznatkov po vykonaní strategickej analýzy a analýzy finančného zdravia usudzujeme, že pracujeme s finančne zdravým subjektom, ktorý bude nepretržite pokračovať vo svojej podnikateľskej činnosti. Podľa maximálne získaných interných údajov sa v najbližšej dobe neplánuje žiaden odpredaj spoločnosti ani podobné aktivity. Nami navrhnuté laické ocenenie bude slúžiť iba informatívne pre naše súkromné účely.

Predpoklad pokračovania spoločnosti do budúcnosti v nezmenenom hlavnom podnikateľskom zámere nás navádza vylúčiť majetkové oceňovanie na základe likvidačnej hodnoty. Ak sa pozastavíme pri majetkovom oceňovaní predstavuje vo svojej podstate celkovo náročnejší princíp, pretože je potrebné vytvoriť odhad trhu a schopnosť absorbovania majetku, čo predstavuje dlhé úvahy a veľké množstvo potrebných informácií na zostavenie praktického ocenenia. Z tohto dôvodu nepoužijeme ani jednu metódu majetkového oceňovania.

Oceňovanie na základe analýzy trhu sa automaticky vylučuje z dôvodu súkromného charakteru spoločnosti zaradenej na súkromnom trhu, teda daná spoločnosť nie je vo vlastníctve štátu. Na trhu sa nachádzajú viaceré konkurenčné podniky, s ktorými by sme mali možnosť porovnávať danú spoločnosť. Taktiež ako predchádzajúca analýza predstavuje zložitý proces a dané ocenenie je finančne náročné z dôvodu získania spoľahlivých informácií, ktoré pri súkromných podnikoch sú ťažko dosiahnuteľné a vo väčšine prípadoch utajované a zabezpečené.

Po následnej komparácii všetkých metód oceňovania sme získali víťaznú metódu, ktorá z nášho pohľadu predstavuje jednoduchší princíp praktickej aplikácie a pri výslednom použití sú potrebné interné informácie o spoločnosti, ktoré je možné ľahko nadobudnúť zo zverejnených výročných správ a účtovných závierok. Zvolili sme metódy založené na analýze výnosov. Vlastník spoločnosti očakáva popri chode spoločnosti a investovaní finančných prostriedkov určitú spätnú protihodnotu vo forme úžitku. Úžitkom sa považuje dosiahnutý zisk, ktorý predstavuje základný prvok každého podnikania. Bez získaných výnosov sa spoločnosť môže prestať uberať správnym smerom a odkloniť sa od svojho stanoveného cieľa. Tým sa možno dostane do prípadných podlžných problémov alebo sa rozhodne vstúpiť do likvidácie či konkurzu. Samozrejme okrem dosiahnutých výnosov súvisia s ďalším pokračovaním v podnikaní rôzne iné faktory.

3.4.1 *Oceňovanie na základe analýzy výnosov*

Metóda DFC „APV“ sa v praxi skoro vôbec nepoužíva. Pri tejto metóde je stanovená podmienka disponovať vlastnými zdrojmi na krytie novovzniknutých nákladov. Na základe týchto poznatkov sme práve túto metódu vyradili, pretože nami vybraná spoločnosť nie je financovaná výhradne z vlastných zdrojov, finančné zdroje na výkon činnosti a hradenie nákladov sú poskytované najmä z vonkajších, cudzích zdrojov.

Na výsledné ocenenie spoločnosti sme z kategórie oceňovania na základe analýzy výnosov zvolili dve oceňovacie metódy (metódu DFC „entity“ a metódu ekonomickej pridanej hodnoty EVA).

Metóda diskontovaných peňažných tokov (DFC „entity“)

Pri prvom ocenení spoločnosti Omega a.s. bola použitá metóda DFC entity, ktorá vo svojej podstate sleduje podnik ako celok a berie do úvahy prevádzkový peňažný tok spoločnosti. Stanovená hodnota spoločnosti bude slúžiť ako hodnotenie celkovej štruktúry voľných peňažných tokov.

Jednou z nevýhod tejto výnosovej metódy je možnosť znalca zvoliť tempo rastu podniku (g) pri výslednom výpočte prostredníctvom dvojfázovej metódy hodnoty podniku. Zvolené tempo rastu ovplyvňuje vo veľkej miere citlivosť výnosovej metódy a každý oceňovateľ má vlastnú voľbu zvoliť si podľa akých makroekonomických veličín stanoví dané tempo. Rozhodli sme sa použiť z výberu makroekonomických ukazovateľov veličinu rast reálneho HDP v slovenskej ekonomike, keďže spoločnosť pôsobí vo veľkej miere práve na slovenskom trhu. Rast slovenského reálneho HDP na nasledujúce obdobie v našej analýze bol predpokladaný vo výške 3,3% a túto hodnotu sme vložili ako predpokladané tempo rastu do výpočtu hodnoty podniku.

Prvým dôležitým krokom daného oceňovania je zaradiť a roztriediť majetok spoločnosti na prevádzkovo nutný a nepotrebný. Za prevádzkovo nenutný majetok sa považuje dlhodobý a krátkodobý finančný majetok a peňažné prostriedky spoločnosti. Po vymedzení prevádzkovo nenutného majetku sme stanovili aj prevádzkovo nutný majetok spoločnosti, ktorý sa ďalej člení na prevádzkovo nutný dlhodobý majetok a prevádzkovo nutný pracovný kapitál. Ich spoločný súčet vytvára prevádzkovo nutný investovaný kapitál, ktorý je zahrnutý pri výpočte voľného peňažného toku podniku. Daná tabuľka zobrazuje

vykonané rozdelenie majetku, vyhodnotenie a výpočet prevádzkovo nutného investovaného kapitálu nami sledovanej spoločnosti.

Tabuľka 3 Prevádzkovo nutný majetok spoločnosti za obdobie 2015 – 2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
prevádzkovo nutný dlhodobý majetok	107 510	256 384	3 261 258	1 541 373	2 302 049	1 187 722	2 140 001
prevádzkovo nutný pracovný kapitál	-2 630 432	6 167 131	6 797 344	6 970 343	1 145 733	2 662 101	4 833 840
prevádzkovo nutný investovaný kapitál	-2 522 922	6 423 515	10 058 602	8 511 716	3 447 782	3 849 823	6 973 841

Zdroj: vlastné spracovanie na základe podkladov spoločnosti Omega a.s.

Rok 2021 predstavuje nami vytvorenú predpoveď na základe doterajších poznatkov o spoločnosti pre potreby výpočtu hodnoty podniku prostredníctvom dvojfázovej metódy. Prevádzkovo nutný pracovný kapitál dosahoval záporné hodnoty v roku 2015 predpokladáme, že táto situácia bola spôsobená väčším záväzkom voči spoločníkovi. V nasledujúcej tabuľke je zobrazený výpočet voľného peňažného toku, ktorého výsledné hodnoty sú nevyhnutné pri konečnom výpočte hodnoty podniku v danom roku oceňovania.

Tabuľka 4 Výpočet voľného peňažného toku spoločnosti za obdobie 2015 – 2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia	1 026 857	2 407 404	8 895 980	3 371 952	3 663 001	1 755 438	2 346 700
upravená daň z príjmu (21%)	215 640	505 555	1 868 156	708 110	769 230	368 642	492 807
KPVH po zdanení	811 217	1 901 849	7 027 824	2 663 842	2 893 771	1 386 796	1 853 893
(+) odpisy	39 421	3 355	52 889	47 901	95 779	80 131	75 400
(+) ostatné náklady, ktoré nie sú výdavkom bežného obdobia	0	0	0	0	0	0	0
predbežný peňažný tok	850 638	1 905 204	7 080 713	2 711 743	2 989 550	1 466 927	1 929 293
(-) investície do prevádzkovo nutného dlhodob. majetku	4 676 486	-152 229	-3 057 763	1 671 984	-856 455	1 034 196	-1 027 679
(-) investície do prevádzkovo nutného prac. kapitálu	7 584 895	-8 797 563	-630 213	-172 999	5 824 610	-1 516 368	-2 171 739
FCFF	-11 410 743	10 854 996	10 768 689	1 212 758	-1 978 605	1 949 099	5 128 711

Zdroj: vlastné spracovanie na základe podkladov spoločnosti Omega a.s.

Výsledné peňažné toky (FCFF) počas celého sledovaného obdobia dostatočne kolísali a nedosahovali výrazne podobné hodnoty. Z hodnôt voľných peňažných tokov nie je možné predpovedať budúci trend vývoja. FCFF zahrňuje podiely vlastníkov na zisku a prípadné platby veriteľov (splátky úverov a súvisiace nákladové úroky). Výsledné záporné hodnoty v rokoch 2015 a 2019 vykazovali o spoločnosti zlé predpoklady o finančnom zdraví z dôvodu nedostatočného pokrytia nákladov a investičných aktivít dosiahnutými príjmami. Pri podrobnom uvážení a preskúmaní činnosti spoločnosti v daných rokoch spoločnosť vykonávala špecifické investičné a obchodné účely, ktoré vo veľkej miere navýšili investície a náklady spoločnosti.

Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou DFC „entity“

Na stanovenie hodnoty spoločnosti sme sa rozhodli použiť dvojfázovú metódu, v ktorej pokračujúcu hodnotu sme stanovili na základe Gordonovho vzorca. Predpoklad fungovania danej spoločnosti je do nekonečna. Do prvej fázy je zaradené obdobie 2015 až 2020, nasledujúci rok 2021 sa považuje už ako pokračujúci rok zaradený do druhej fázy. V druhej pokračujúcej fáze sa hodnota FCFF počíta samostatne z dôvodu každoročného navyšovanie práve hodnoty FCFF o odhadované tempo rastu podniku (g). Odhadované budúce tempo rastu sme získali na základe makroekonomického ukazovateľa (rast reálneho HDP v slovenskej ekonomike). V období vykonávania oceňovania sa tempo rastu HDP predpokladalo vo výške 3,3%.

Pri výpočte prostredníctvom metódy DFC „entity“ sme sa rozhodli stanoviť dva rôzne varianty odhadovaného udržateľného tempa rastu (g):

- pesimistický variant – tempo rastu reálneho HDP je v tomto variante na stanovenej úrovni 3,3%, nepredpokladá sa v budúcom období zmena rastu reálneho HDP, udrží sa na konštantnej úrovni. Na spoločnosť budú pôsobiť zhoršené makroekonomické vplyvy ovplyvňujúce z menšej časti aj ďalšie budúce projekty a investičné činnosti, nastane bod stagnácie spoločnosti.
- optimistický variant – predpokladané tempo rastu sa zvýši o 1% na hladinu 4,3%. V tomto variante spoločnosť bude v rámci svojej činnosti rozširovať svoju pôsobnosť na zahraničné trhy, vytvárať a obnovovať významné projekty.

V nasledujúcej zobrazenej tabuľke sa nachádza výpočet hodnoty podniku pre rok oceňovania 2020 prostredníctvom oboch scenárov.

Tabuľka 5 Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou DFC pre rok oceňovania 2020

	Prvá fáza						Druhá fáza
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
$\sum_{t=1}^n FCFF_t / (1+WACC_i)^t$	-10 413 494	7 773 222	7 469 094	687 689	-705 669	751 231	1 874 051
	2021						
Scenár	1.	2.					
$FCFF_{T+1} / WACC_{T+1} - g$	42 149 793	45 924 012					
	2020						
$1/(1+WACC_i)$	0,853	0,853					
Výpočet hodnoty podniku pre rok oceňovania 2020							
Scenár	1.	2.					
hodnota brutto	41 519 232	44 738 943					
úročený cudzí kapitál	7 677 790						
hodnota netto	33 841 441	37 061 153	hodnota vlastného kapitálu podniku				

Zdroj: vlastné spracovanie na základe podkladov spoločnosti Omega a.s.

Po následnom zapracovaní všetkých získaných údajov sme stanovili výslednú hodnotu spoločnosti, ktorá pre prvý scenár s tempom rastu $g = 3,3\%$ predstavovala hodnotu 41 519 232 €, pre druhý scenár s odhadovaným tempom rastu $g = 4,3\%$ bola výsledná hodnota spoločnosti vo výške 44 738 943 €. Bolo potrebné na záver výpočtu pripočítať trhovú hodnotu prevádzkovo nenutného majetku až táto hodnota sa považuje za výslednú hodnotu spoločnosti. Posledným a dôležitým krokom výpočtu bola získaná hodnota netto vyjadrujúca informácie o vlastnom kapitáli, ktorý sa nachádza v spoločnosti k dispozícii. Úročený cudzí kapitál spoločnosti k dátumu ocenenia teda v roku 2020 dosahoval hodnotu 7 677 790 €. Vykázaná hodnota vlastného kapitálu ku dňu oceňovania bola v prvom scenári vo výške 33 841 441 € a v druhom scenári vo výške 37 061 153 €.

Na základe oboch scenárov možno konštatovať, že výsledná hodnota podniku dosahuje kladné čísla a zostáva dostatočná úroveň vlastného kapitálu, ktorý je určený pre vlastníkov spoločnosti. Po zhodnotení všetkých údajov spoločnosti a nami zvolenej prognózy pre túto spoločnosť sa vzťahuje druhý scenár = optimistický variant. Pri danej spoločnosti nepredpokladáme, že by v nasledujúcom období prišla do štádia stagnácie a predpokladáme v budúcnosti rast reálneho HDP (realistickým pohľadom to nemusí smerovať presne k 1% nárastu, oživenie ekonomiky a mierny rast reálneho HDP sa určite predpokladá).

Metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)

Pri druhej zvolenej metóde oceňovania sme sa rozhodli pre rovnaký variant výpočtu ako aj pri výnosovej metóde DFC a to variant EVA „entity“. „Výsledná hodnota EVA predstavuje pridanú hodnotu do podniku prevádzkovou činnosťou.“⁵⁵ Základným prvkom pri metóde oceňovania EVA je získanie údajov o dosiahnutom ekonomickom zisku spoločnosti.

Pri zostavovaní výnosovej metódy EVA je dôležité získať tri ukazovatele, ktoré tvoria základný prvok výsledného výpočtu, patria sem: NOPAT (čistý prevádzkový zisk po zdanení), NOA (čisté operatívne aktíva) a WACC (diskontná miera).

V nasledujúcej tabuľke sa nachádzajú hodnoty vykalkulované zo základných údajov spoločnosti. K výsledným hodnotám sme sa dopracovali po vykonaní základných úprav stanovených v pravidlách výnosovej metódy EVA.

Tabuľka 6 Prehľad hodnôt základných veličín a výsledné hodnoty EVA za sledované obdobie

	Prvá fáza						Druhá fáza
Ekonomická pridaná hodnota	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOA	7 335 518	5 147 811	5 950 084	5 900 521	330 032	1 777 379	8 911 867
NOPAT	1 790 489	5 788 866	4 842 660	5 742 980	6 243 923	1 335 944	2 766 786
WACC	9,58%	18,17%	12,97%	15,24%	22,90%	17,22%	15,47%
EVA	1 313 156	3 240 200	3 158 006	3 630 282	3 581 485	998 557	1 910 839

Zdroj: vlastné spracovanie na základe podkladov spoločnosti Omega a.s.

Nižšie zobrazená tabuľka predstavuje výpočet hodnoty podniku prostredníctvom výnosovej metódy EVA a prehľad hodnôt základných veličín a výsledné hodnoty za sledované obdobie.

⁵⁵ HAMUROVÁ A. a kolektív. *Stanovenie hodnoty majetku*. Bratislava: Iura Edition, 2008. 499s. ISBN 978-80-8078-224-5.

Tabuľka 7 Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou EVA pre rok oceňovania 2020

	Prvá fáza						Druhá fáza
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rozložený vzorec EVA	2020						
NOA ₀	1 777 379						
$\sum_{t=1}^T EVA_t / (1+WACC_i)^t$	1 198 392	2 320 295	2 190 373	2 058 534	1 277 336	384 868	698 228
	pokračujúca hodnota						
Scenár	1.	2.					
$EVA_{T+1} / WACC_{T+1} - g$	15 704 039	17 110 225					
	2020						
$1/(1+WACC_i)$	0,853	0,853					
Výpočet hodnoty podniku pre rok oceňovania 2020							
Scenár	1.	2.					
Hodnota brutto	31 856 201	33 709 764					
úročený cudzí kapitál	7 677 790						
Hodnota netto	24 178 411	26 031 974					

Zdroj: vlastné spracovanie na základe podkladov spoločnosti Omega a.s.

Tak ako aj pri výnosovej metóde DFC sme určili dva varianty odhadovaného tempa rastu (g), riadili sme sa rovnakým postojom ako aj pri predchádzajúcej metóde, preto sme si stanovili optimistickú (g = 3,3%) a pesimistickú verziu (g = 4,3%).

Výsledná brutto hodnota podniku pre rok oceňovania 2020 bola pri prvom stanovenom scenári vo výške 31 856 201 € a pre druhý scenár dosahovala výsledná hodnota spoločnosti výšku 33 709 764 €. Hodnota netto predstavuje dosiahnutú hodnotu vlastného kapitálu podniku, ktorá ďalej slúži vlastníkom spoločnosti. Úročený cudzí kapitál k dátumu oceňovania je samozrejme vyčíslený v rovnakej výške ako aj pre metóde DFC, keďže dané oceňovanie vykonávame naďalej v rovnakom období iba sme zmenili techniku výpočtu.

Pre nás významnú a výslednú hodnotu predstavuje druhý scenár výpočtu, teda použitý druhý variant udržateľného tempa rastu, pri ktorom je predpokladaný rast reálneho HDP, čo pozitívne vplyva na rôzne odvetvia podnikania. Z nášho pohľadu to v pozitívnom zmysle zasiahne aj sledovanú spoločnosť. Pri optimistickom variante spoločnosť rozširuje svoju pôsobnosť a naďalej pokračuje v sľubnom plnení svojej podnikateľskej činnosti a to sa predpokladá vo veľkej miere aj pri spoločnosti Omega a.s.

3.4.2 Výsledné porovnanie použitých výnosových metód

Z teoretického hľadiska by sa výsledné hodnoty podniku získané na základe výnosových metód DFC a EVA mali zhodovať. Ak pri výpočte voľných peňažných tokov a pri výpočte EVA sa použijú rovnaké hodnoty zisku po zdanení, náklady kapitálu a rovnaká hodnota NOA výsledné hodnoty podniku by mali byť identické.

V bežnej praxi však striktne nedochádza k tomuto scenáru. Existujú viaceré príčiny, prečo nastáva táto situácia. Pri vstupných veličinách môže nastať porušenie zhody a pri konkrétnej aplikácii vstupných hodnôt sa použijú zle stanovené hodnoty. Pri oboch metódach sú určené základné úpravy vložených veličín do výpočtov, ktoré musia byť splnené. Pre metódu EVA sú však úpravy technicky prácne a je na rozhodnutí oceňovateľa, či prevedie všetky potrebné úpravy na získanie zhodných výsledných hodnôt z oboch metód oceňovaného podniku.

Ďalší problém možno pozorovať pri úprave dát, ktoré sa týkajú cudzieho kapitálu a nákladov kapitálu. „Za bežný prípad sa považuje zahrnutie leasingu do účtovných výkazov, rozdielne ocenenie nastane v prípade ak sú dané údaje zahrnuté a ak nie. Zahrnutie leasingu do účtovných výkazov je podmienené výškou leasingových nákladov ak dosahujú významnú sumu je potreba ich uviesť. Pri oboch metódach existujú tri varianty oceňovania. Pri výnosovej metóde EVA všetky varianty poskytujú zhodné výsledné hodnoty ak nastane súlad a zladenie v kapitálovej štruktúre inak nedochádza k rovnakým výsledným hodnotám.“⁵⁶ Pri porovnávaní DFC a EVA kapitálová štruktúra nie je podmienená rovnakou úrovňou môžu sa nachádzať nepatrné rozdiely v štruktúre. Vymenovali sme len úlomok situácií alebo rozhodnutí, ktoré spôsobujú nezhodu medzi výnosovými metódami DFC a EVA.

Práve táto situácia nastala aj v našom prípade. V zobrazenej tabuľke sa nachádza prehľad výsledných hodnôt oboch použitých metód a uvedené sú aj obe množiny dvoch scenárov stanovených na začiatku výpočtov.

⁵⁶ MAŘÍK, M. a kolektiv. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. 2. upravené vyd. Bratislava : Ekopress, s.r.o., 2018. s.238-239. ISBN 978-80-87865-42-2.

Tabuľka 8 Prehľad použitých metód oceňovania a ich výsledných hodnôt

Metódy oceňovania spoločnosti	Hodnoty spoločnosti pre rok oceňovania 2020			
	Hodnota brutto		Hodnota netto	
	1. scenár	2. scenár	1. scenár	2. scenár
DFC "entity"	41 519 232	44 738 943	33 841 441	37 061 153
EVA "entity"	31 856 201	33 709 764	26 031 974	24 178 441

Zdroj: vlastné spracovanie na základe podkladov spoločnosti Omega a.s.

Možno konštatovať niekoľko záverov. Nezískali sme zhodné výsledné hodnoty spoločnosti pri použití oboch výnosových metód, predpoklady nastátia tejto situácie sme už rozobrali v práci a stotožňujeme sa s väčšinou z nich. Pri prvotnej úprave vstupných veličín, teda účtovných dát získaných z oficiálnych účtovných podkladov spoločnosti, sme sa rozhodli vykonať pri metóde EVA iba nevyhnutné úpravy a neprešli do hlbších procesov zmien, ktoré predstavovali časovo a technicky práce úkony. Na základe tohto dôvodu a prípadne iných dôvodov, ktoré sme spomenuli v predchádzajúcich odsekoch sme mohli dospieť do tejto situácie.

Obe metódy zohľadňujú predpokladaný budúci rast oceňovanej spoločnosti, metóda DFC sa zameriava na rast budúcich peňažných tokov plynúcich vlastníkov a veriteľom spoločnosti, metóda EVA poskytuje rovnaký pohľad ako metóda DFC iba s rozdielom orientácie nie na budúce peňažné toky ale na ekonomický zisk.

Hodnoty stanovené prvým scenárom predpokladajú v budúcnosti stagnáciu podniku a tento scenár nie je vhodný pre nami oceňovanú spoločnosť. Rozhodli sme sa na základe predchádzajúcich poznatkov o finančnom zdraví, o vonkajšom a vnútornom potenciáli spoločnosti a na základe makroekonomických poznatkov vybrať druhý scenár, ktorý predpokladá reálny rast budúcich výsledkov spoločnosti (vo výške 4,3%).

Na záver analýzy sme sa museli zamyslieť nad otázkami na čo ? a pre koho? bude slúžiť naše vykonané oceňovanie a na základe odpovedí sme sa rozhodli pre výslednú hodnotu spoločnosti. Stanovili sme, že dané ocenenie by slúžilo pre účely oceňovanej spoločnosti. Spoločnosť sa nachádza v dobrej finančnej kondícii, a preto zámer predaja spoločnosti je vylúčený. Dané ocenenie by mohlo poslúžiť ako oporná barla pri vízii získania ďalšieho možného kapitálu do spoločnosti, či už prostredníctvom nových partnerov alebo budúcich investorov, veriteľov. V tejto situácii je vhodné zvoliť maximálnu trhovú hodnotu spoločnosti, ktorú predstavuje metóda DFC „entity“ a nachádza vo výške 37 061 153 €. Z teoretických poznatkov je známe, že práve hodnota netto vyjadruje najlepšie výslednú

hodnotu podniku, keďže hodnota netto všeobecne predstavuje hodnotu čistého obchodného majetku podniku.

Na základe získaných účtovných, finančných, vnútropodnikových a externých vplyvov pôsobiacich na spoločnosť možno konštatovať dobrú finančnú kondíciu, predpokladaný sľubný budúci vývoj spoločnosti a ďalšie pokračovanie v podnikateľskej činnosti. Aj napriek pretrvávajúcej pandemickej situácii vo svete a tým aj spojenie zhoršujúcich sa makroekonomických ukazovateľov spoločnosť naďalej zakladá a buduje nové projektové plány aj pod podmienkou nepriaznivých zásahov do týchto procesov.

Záver

Hlavným cieľom záverečnej práce bolo charakterizovať jednotlivé metódy oceňovania podnikateľských subjektov na základe teoretických poznatkov a vykonať ocenenie vybraného podnikateľského subjektu. V záverečnej kapitole práce bolo potrebné vyjadriť dosiahnuté výsledné hodnoty a k nim určité hodnotenie a na základe objektívnych okolností vysloviť svoje subjektívne predpoklady budúceho pokračovania sledovaného podnikateľského subjektu.

Pri vykonaní oceňovania je nevyhnutné dodržiavať stanovený teoretický postup oceňovania. V našom prípade sme dospeli do štádia, kedy sme museli rozhodovať o posledných stanovených dvoch krokoch v postupe oceňovania. Väčšina vlastností z generátorov hodnôt bola zahrnutá už pri analýze pomerových ukazovateľov a strategickej analýze napríklad ziskovou maržou sme vyjadrili predstavu o vývoji tržieb. V strategickej analýze aj vo finančnej analýze bol posúdený pracovný kapitál spoločnosti a ako posledný dôležitý prvok rentabilitu prevádzkovo nutného investovaného kapitálu sme zahrnuli už pri analýze pomerových ukazovateľov. Z tohto dôvodu sme sa už hlbšie nevenovali ďalšiemu kroku postupu oceňovania a to analýze a prognóze generátorov hodnôt. Posledný krok pri postupe oceňovania sme uviedli zostavenie finančného plánu, ktorý sa vytvára ruka v ruke s podnikateľským plánom podniku. Z dôvodu neobdržania predchádzajúceho oficiálneho podnikateľského a finančného plánu spoločnosti, ktoré by nám poslúžili ako predlohy sme sa neodhodlali ani na tvorbu a zostavenie finančného plánu pre účely tejto práce. Komplexnú analýzu finančného plánu predchádzajúcich období nami vybranej spoločnosti sme vykonali pri prognózovaní finančného zdravia podniku presnejšie pri vertikálnej a horizontálnej analýze súvahy, výkazu ziskov a strát a výkazu cash flow.

Základným prvkom práce bolo stanoviť výslednú hodnotu sledovanej spoločnosti pre potreby samotnej spoločnosti a pre oceňovateľa na záverečné zhodnotenie spoločnosti. Pred samotným ocenením boli spracované dve analýzy, strategická a finančná, ktoré bezprostredne predchádzajú predpokladom správneho odhadu hodnoty spoločnosti. Bez získaných vytvorených analýz, dostatočných informácií a údajov o fungovaní spoločnosti, by daný odhad výslednej hodnoty a predpoklad vývoja a fungovania v budúcnosti nebolo možné vypracovať.

V praktickej časti práce boli po subjektívnych úvahách zvolené na výpočet výslednej hodnoty spoločnosti dve výnosové metódy oceňovania. Aplikovali sme základnú metódu oceňovania DFC „entity“ a jej veľmi príbuznú metódu EVA „entity“. V závere hodnotenia výsledných hodnôt sme ako hlavnú vypovedaciu metódu vybrali metódu DFC a jej výsledná hodnota netto vypovedala o hodnote oceňovanej spoločnosti, ktorá je aplikovateľná pri viacerých krokoch a rozhodnutiach vedenia a vlastníkov spoločnosti.

Po zistení finančného zdravia a po vyslovení záveru o získanom odhade hodnoty spoločnosti je možné konštatovať záver oceňovania na základe pár úvah. Už pri nahliadnutí do získaných finančných podkladov o spoločnosti bolo jasné, že spoločnosť dosahovala počas predchádzajúcich období dobré finančné výsledky. Po vypracovaní strategickej analýzy sme získali prehľad o tom ako pôsobia na spoločnosť rôzne interné a externé podmienky. Finančná analýza dokázala finančné zdravie spoločnosti aj napriek pár nepriaznivým hodnotám v niektorých finančných ukazovateľoch v počiatočnom roku sledovania (v roku 2015). Po vykonanom oceňovaní, výsledná odhadovaná hodnota spoločnosti už iba dosvedčila všetky vyslovené závery o tom, že spoločnosť je v dobrej finančnej kondícii a predstavuje pre budúcich kupujúcich a veriteľov vhodnú investičnú príležitosť.

Zoznam použitej literatúry

Tlačené knihy, monografie, vedecko-kvalifikačné práce

1. ALLMAN, K. A., Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken, N.J.: John Wiley. Wiley finance series. 2010. 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.
2. BLAHA, S. Z. – JINDŘICHOVÁ, I. Jak posoudit finanční zdraví firmy. 3.vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
3. DAMODARAN, A. Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance. 2nd ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2006. 704 s. ISBN 978-0-471-75121-2.
4. DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd ed. Hoboken, N.J.: Wiley. 2012. Wiley finance series. 992 s. ISBN 978- 1-118-01152-2.
5. GRÜNWALD, R. – HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. Praha: EKOPRESS, 2007, 318 s. ISBN 80-8692-926-2.
6. HÁLEK, V. Oceňování majetku v praxi. 1.vyd. Bratislava: DonauMedia, 2009. 260 s. ISBN 978-80-89364-29-9.
7. HARUMOVÁ, A. Finančný manažment nadnárodných korporácií. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. 244 s. ISBN 978-80-75524-51-5.
8. HAMUROVÁ A. a kolektív. Stanovenie hodnoty majetku. Bratislava: Iura Edition, 2008. 499s. ISBN 978-80-8078-224-5.
9. KALOUDA, F. Finanční analýza a řízení podniku. 3. rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2017. 330 s. ISBN 978-80-7380-646-0.
10. KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
11. KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 264s. ISBN 978-80-247-2865-0.
12. MAŘÍK, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku : proces ocenění základní metody a postupy. 4. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2018. 550 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
13. MAŘÍK, M. - MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

14. MAŘÍK, M. a kolektiv. Metody oceňování podniku pro pokročilé. 2. upravené vyd. Bratislava: Ekopress, s.r.o., 2018. 548 s. ISBN 978-80-87865-42-2.
15. MELROWICZ, K. Der Wert der Unternehmung als Ganzes. Essen: Girardet, 1952. 226 s. ASIN : B0000BLH2O.
16. SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K. Strategická analýza. 2. prep. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
17. SIVÁK, R. – BELANOVÁ, K. – JANČOVIČOVÁ BOGNÁROVÁ, K. Financie podnikateľskej sféry. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2 s.r.o., 2018. 341 s. ISBN 978-80-8971-042-3.
18. ŠKODA, M. Oceňovanie ako jeden z kľúčových problémov vykazovania informácií o podnikovom hospodárení. Bratislava: Iura Edition s.r.o., 2010. 116 s. ISBN 978-80-8078-328-0.
19. ŠLOSÁROVÁ, A. a kol.: Analýza účtovnej závierky. 1.vyd. Bratislava: IuraEdition, 2006. 224 s. ISBN 978-80-8078-181-1.
20. VALACH J. a kolektiv. Finanční řízení podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 1997. 247 s. ISBN 80-86119-21-1.
21. VOZÁR, M. - KOMORNÍK J. Oceňovanie podnikov. 1. vyd. Bratislava: Kartprint, 2012. 250 s. ISBN 978-80-89553-07-5.
22. VOCHOZKA, M. a kolektiv. Metody komplexního hodnocení podniku. 2. aktual. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2020. 479 s. ISBN 978-80-271-1701-7.
23. RAPPAPORT, A. Creating shareholder value. Free Press, 1999. 224 s. ASIN: 0684844109. Dostupné na: <https://www.perlego.com/book/781097/creating-shareholder-value-a-guide-for-managers-and-investors-pdf>

Články v elektronických časopisoch, zborníkoch a iné príspevky

1. LADISLAV, L. Metody oceňování podniků typu DFC a jejich numerická realizace pomocí SW mathematica. Vedecký článok. In *Trendy v podnikání: vědecký časopis Fakulty ekonomické ZČU v Plzni*. [online]. Plzeň : ZČU v Plzni, 2013, roč. 4, s. 35-44. ISSN 1805-0603. Dostupné na: <https://dspace5.zcu.cz/bitstream/11025/16289/1/Lukas.pdf>
2. Analýza motívov využívania metód finančnej analýzy v slovenských podnikoch. Vedecký článok. In *Mladá veda: Young science*. [online]. Prešov: UNIVERSUM, spol. s r. o., 2019, roč. 7., číslo 2, s. 146-156. ISSN 1339-3189. Dostupné na: https://www.mladaveda.sk/casopisy/2019/02/02_2019_15.pdf

3. Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2020. Vedecký článok. In *Hospodársky vývoj Slovenska*. [online]. VEDA, vydavateľstvo Slovenskej akadémie vied, 2021, 1. vyd. 138 s. ISBN 978-80-7144-322-3. Bratislava: Dostupné na: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/408_hv-2021_srfinal2.pdf
4. KLÚČIK, M. Krátkodobá prognóza ekonomiky (nowcasting). In *Rada pre rozpočtovú zodpovednosť* [online]. Bratislava, máj 2021. 2 s. Dostupné na: https://www.rrz.sk/wp-content/uploads/2018/10/2021_05_KRRZ_nowcast_final.pdf

Normy, zákony, vyhlášky

1. Zákon 213/2017 Z. z.: 2017 : Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky. [online] Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/2017/213/>
2. Výpis z Obchodného registra Okresného súdu Bratislava I. Ministerstvo spravodlivosti Slovenskej republiky. *Obchodný register Slovenskej republiky na internete*. [online] 2022, [cit.20.1.2022] Dostupné na: <https://www.orsr.sk/vypis.asp?ID=44074&SID=2&P=1>

Prílohy

Zoznam príloh

Príloha 1 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2015	96
Príloha 2 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2016	96
Príloha 3 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2017	97
Príloha 4 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2018	97
Príloha 5 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2019	98
Príloha 6 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2020	98
Príloha 7 Výkaz cash flow spoločnosti Omega a.s. za obdobie 2015-2020	98
Príloha 8 Výkaz ziskov a strát spoločnosti Omega a.s. za obdobie 2015-2020.....	99

Príloha 1 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2015

SÚVAHA k 31.12.2015			
AKTÍVA		PASÍVA	
Neobežný majetok	7 605 733 €	Vlastné imanie	4 703 878 €
<i>Dlhodobý nehmotný majetok</i>	<i>52 554 €</i>	<i>Základné imanie</i>	<i>322 040 €</i>
<i>Dlhodobý hmotný majetok</i>	<i>54 956 €</i>	<i>Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení</i>	<i>1 092 357 €</i>
<i>Dlhodobý finančný majetok</i>	<i>7 498 223 €</i>		
Obežný majetok	69 238 975 €	Závazky	72 174 880 €
<i>Dlhodobé pohľadávky</i>	<i>23 101 €</i>	<i>Dlhodobé záväzky</i>	<i>53 340 €</i>
<i>Krátkodobé pohľadávky</i>	<i>60 425 906 €</i>	<i>Krátkodobé záväzky</i>	<i>71 903 457 €</i>
<i>Finančné účty</i>	<i>8 789 968 €</i>	<i>Bankové úvery</i>	<i>218 083 €</i>
Časové rozlíšenie	2 733 209 €	Časové rozlíšenie	2 699 159 €
Aktíva celkom	79 577 917 €	Pasíva celkom	79 577 917 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 2 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2016

SÚVAHA k 31.12.2016			
AKTÍVA		PASÍVA	
Neobežný majetok	1 078 894 €	Vlastné imanie	7 033 663 €
<i>Dlhodobý nehmotný majetok</i>	<i>37 522 €</i>	<i>Základné imanie</i>	<i>322 040 €</i>
<i>Dlhodobý hmotný majetok</i>	<i>218 862 €</i>	<i>Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení</i>	<i>5 719 748 €</i>
<i>Dlhodobý finančný majetok</i>	<i>822 510 €</i>		
Obežný majetok	67 591 878 €	Závazky	62 656 429 €
<i>Dlhodobé pohľadávky</i>	<i>23 101 €</i>	<i>Dlhodobé záväzky</i>	<i>97 014 €</i>
<i>Krátkodobé pohľadávky</i>	<i>18 875 567 €</i>	<i>Krátkodobé záväzky</i>	<i>62 444 067 €</i>
<i>Finančné účty</i>	<i>48 693 210 €</i>	<i>Bankové úvery</i>	<i>115 348 €</i>
Časové rozlíšenie	1 030 402 €	Časové rozlíšenie	11 082 €
Aktíva celkom	69 701 174 €	Pasíva celkom	69 701 174 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 3 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2017

SÚVAHA k 31.12.2017			
AKTÍVA		PASÍVA	
Neobežný majetok	4 668 146 €	Vlastné imanie	11 271 544 €
Dlhodobý nehmotný majetok	34 024 €	Základné imanie	322 040 €
Dlhodobý hmotný majetok	3 227 234 €	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	2 476 642 €
Dlhodobý finančný majetok	1 406 888 €		
Obežný majetok	47 229 526 €	Záväzky	41 473 388 €
Dlhodobé pohľadávky	23 101 €	Dlhodobé záväzky	68 878 €
Krátkodobé pohľadávky	25 744 602 €	Krátkodobé záväzky	41 279 442 €
Finančné účty	21 461 823 €	Bankové úvery	125 068 €
Časové rozlíšenie	855 784 €	Časové rozlíšenie	8 524 €
Aktíva celkom	52 753 456 €	Pasíva celkom	52 753 456 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 4 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2018

SÚVAHA k 31.12.2018			
AKTÍVA		PASÍVA	
Neobežný majetok	3 677 946 €	Vlastné imanie	10 310 929 €
Dlhodobý nehmotný majetok	119 618 €	Základné imanie	322 040 €
Dlhodobý hmotný majetok	1 421 755 €	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	6 106 930 €
Dlhodobý finančný majetok	2 136 573 €		
Obežný majetok	46 996 415 €	Záväzky	41 433 254 €
Dlhodobé pohľadávky	0 €	Dlhodobé záväzky	217 360 €
Krátkodobé pohľadávky	32 335 168 €	Krátkodobé záväzky	41 095 894 €
Finančné účty	14 661 247 €	Bankové úvery	120 000 €
Časové rozlíšenie	1 074 895 €	Časové rozlíšenie	5 073 €
Aktíva celkom	51 749 256 €	Pasíva celkom	51 749 256 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 5 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2019

SÚVAHA k 31.12.2019			
AKTÍVA		PASÍVA	
Neobežný majetok	4 552 622 €	Vlastné imanie	5 606 178 €
Dlhodobý nehmotný majetok	114 394 €	Základné imanie	322 040 €
Dlhodobý hmotný majetok	2 187 655 €	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	5 090 447 €
Dlhodobý finančný majetok	2 250 573 €		
Obežný majetok	44 267 043 €	Závazky	44 029 188 €
Dlhodobé pohľadávky	0 €	Dlhodobé záväzky	0 €
Krátkodobé pohľadávky	34 662 894 €	Krátkodobé záväzky	43 937 011 €
Finančné účty	9 604 149 €	Bankové úvery	92 177 €
Časové rozlíšenie	815 701 €	Časové rozlíšenie	0 €
Aktíva celkom	49 635 366 €	Pasíva celkom	49 635 366 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 6 Súvaha spoločnosti Omega a.s. k 31.12.2020

SÚVAHA k 31.12.2020			
AKTÍVA		PASÍVA	
Neobežný majetok	3 297 795 €	Vlastné imanie	5 882 383 €
Dlhodobý nehmotný majetok	29 668 €	Základné imanie	322 040 €
Dlhodobý hmotný majetok	1 158 054 €	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	1 723 795 €
Dlhodobý finančný majetok	2 110 073 €		
Obežný majetok	38 260 773 €	Závazky	36 560 907 €
Dlhodobé pohľadávky	0 €	Dlhodobé záväzky	0 €
Krátkodobé pohľadávky	24 622 053 €	Krátkodobé záväzky	34 483 394 €
Finančné účty	13 638 720 €	Bankové úvery	77 513 €
Časové rozlíšenie	884 722 €	Časové rozlíšenie	0 €
Aktíva celkom	42 443 290 €	Pasíva celkom	42 443 290 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 7 Výkaz cash flow spoločnosti Omega a.s. za obdobie 2015-2020

Cash flow						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
VH z prevádzkovej činnosti	-1 220 300 €	-1 040 211 €	5 252 695 €	1 042 299 €	6 626 156 €	7 506 649 €
VH z investičnej činnosti	-320 500 €	2 070 214 €	-2 696 569 €	-1 109 032 €	-48 158 €	34 197 €
VH z finančnej činnosti	4 353 000 €	2 218 200 €	1 032 257 €	5 602 015 €	-2 635 123 €	-3 506 372 €
Peňažný tok celkom	2 812 200 €	3 248 203 €	3 588 383 €	5 535 282 €	3 942 875 €	4 034 474 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk

Príloha 8 Výkaz ziskov a strát spoločnosti Omega a.s. za obdobie 2015-2020

Výkaz ziskov a strát vybrané položky	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tržby za predaj služieb	24 339 203 €	34 577 156 €	56 094 486 €	39 736 719 €	17 068 591 €	15 974 547 €
Tržby za predaj DNM a DHM	0 €	0 €	0 €	0 €	100 €	69 410 €
Služby	8 122 548 €	1 510 494 €	13 924 343 €	13 159 543 €	10 124 929 €	8 512 186 €
Pridaná hodnota	6 801 079 €	3 051 215 €	2 753 278 €	1 485 896 €	1 876 982 €	2 410 568 €
Osobné náklady	7 046 985 €	618 117 €	11 429 881 €	4 680 427 €	5 190 565 €	4 063 066 €
Odpisy NIM a HIM	39 421 €	3 355 €	52 889 €	47 901 €	95 779 €	80 131 €
Výnosové úroky	2 331 560 €	35 857 €	169 371 €	125 255 €	178 092 €	285 966 €
Nákladové úroky	271 983 €	649 387 €	510 500 €	420 670 €	527 787 €	515 978 €
VH z hospodárskej činnosti	1 044 207 €	2 418 550 €	8 909 588 €	3 382 008 €	3 663 988 €	1 828 488 €
VH z finančnej činnosti	1 848 980 €	12 138 056 €	6 435 839 €	4 488 938 €	2 363 600 €	255 542 €
VH z bežnej činnosti pred zdanením	804 773 €	5 719 506 €	4 473 749 €	6 106 930 €	4 300 388 €	1 572 946 €
Daň z príjmov z bežnej činnosti	287 584 €	242 €	2 893 €	0 €	790 059 €	150 849 €
VH z bežnej činnosti po zdanení	1 092 357 €	5 719 748 €	4 476 642 €	6 106 930 €	5 090 447 €	1 723 795 €
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	804 773 €	5 719 506 €	4 473 749 €	6 106 930 €	4 300 388 €	1 572 946 €
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	1 092 357 €	5 719 748 €	4 476 642 €	6 106 930 €	5 090 447 €	1 723 795 €

Zdroj: vlastné spracovanie na základe dostupných údajov z FinStat.sk