

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

Evidenčné číslo: 104004/I/2014/0295464043

**VÝZNAM MIERY KAPITALIZÁCIE V PROCESE
OHODNOCOVANIA PODNIKU**

Diplomová práca

2014

Bc. Norbert Ištók

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

VÝZNAM MIERY KAPITALIZÁCIE V PROCESE OHODNOCOVANIA PODNIKU

Diplomová práca

Študijný program: 6276 8 06 Manažment a ekonomické zručnosti

Študijný odbor: 6276 8 00 Finančný manažment

Vedúci práce: doc. Ing. Božena Hrvolová, CSc.

Školiace pracovisko: Katedra podnikových financií

Bratislava 2014

Norbert Ištók

Čestné vyhlásenie

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

Dátum:

.....

(podpis študenta)

Pod'akovanie

Touto cestou si dovoľujem poďakovať mojej vedúcej diplomovej práce doc. Ing. Božene Hrvoľovej, CSc. za cenné rady, pripomienky a odborné usmernenie pri vypracovaní diplomovej práce.

ABSTRAKT

IŠTÓK, Norbert: *Význam miery kapitalizácie v procese ohodnocovania podniku*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu: Katedra podnikových financií. – Vedúci záverečnej práce: doc. Ing. Božena Hrvoľová, CSc. – Bratislava: FPM EU, 2014, 80 s.

Cieľom záverečnej práce bolo teoreticky zhrnúť najdôležitejšie poznatky týkajúce sa miery kapitalizácie a jednotlivých metód určenia jej úrovne a následne aplikovať tieto poznatky pri stanovení hodnoty spoločnosti TMR, a.s a kvantifikovať vplyv miery kapitalizácie na hodnotu podniku. Práca je rozdelená do 5 kapitol. Obsahuje 3 grafy, 51 tabuliek, 1 obrázok a 11 príloh. Prvá kapitola je venovaná teoretickej špecifikácii a zhrnutiu poznatkov z oblasti ohodnocovania podnikov, stanovenia miery kapitalizácie, trvalo udržateľnej miery rastu a metód diskontovania voľných peňažných tokov. V ďalšej časti sme zhrnuli ciele a metodiku postupovania pri jej tvorbe. V štvrtej kapitole sme po analýze spoločnosti TMR, a.s. a jeho okolia, zostavení finančného plánu stanovili všeobecné hodnoty podniku TMR, a.s. pri rôznych úrovniach miery kapitalizácie. Následne sme prostredníctvom analýzy citlivosti kvantifikovali vplyv jednotlivých parametrov miery kapitalizácie na výslednú všeobecnú hodnotu podniku. V záverečnej kapitole uvádzame súhrn a zhodnotenie jednotlivých výsledkov. Výsledkom riešenia danej problematiky je dôkaz o vplyve miery kapitalizácie a jej jednotlivých parametrov na hodnotu podniku.

Kľúčové slová:

miera kapitalizácie, ohodnocovanie podniku trvalo udržateľná miera rastu, diskontované voľné peňažné toky.

ABSTRACT

IŠTÓK, Norbert, *Importance in the process of capitalization rate valuation company* – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Management; Department of Corporate finance, - Advisor of the thesis: doc. Ing. Božena Hrvol'ová, CSc. – Bratislava: FPM EU, 2014, 80 p.

The aim of this thesis was to theoretically characterize the main theoretical knowledge related to the capitalization rate and the various methods of determining the level and then apply that knowledge for determining the value of company TMR, Inc. and quantify the impact of capitalization rate to the company value. Thesis is divided into 5 chapters. It contains 3 graphs, 51 tables, 1 picture and 11 appendixes. First chapter is devoted to the theoretical specification and summary of the knowledge from the field of business valuation, determining the capitalization rate, the stable growth rate and discounted free cash flows. In the next chapters we summarized objectives and methodology of thesis. In fourth chapter we follow the analysis of TMR, Inc. and its environs, the establishment of a financial plan set general enterprise value of TMR, Inc. at different levels of capitalization rate. Through sensitivity analysis we quantified the influence of individual parameters on the resulting capitalization rate overall enterprise value. In the final chapter we present a summary and evaluation of individual results. The solution of the issue is the evidence of the impact on capitalization rate and its individual parameters on the value of the company.

Key words:

capitalization rate, business valuation, the stable growth rate, the discounted free cash flows.

Obsah

Zoznam tabuliek.....	9
Zoznam grafov.....	10
Zoznam obrázkov	11
Úvod.....	12
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	14
1.1 Prehľad domácej a zahraničnej literatúry.....	14
1.2 Základné postupy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku	15
1.3 Miera kapitalizácie a diskontná miera	17
1.4 Stanovenie miery kapitalizácie	18
1.4.1 Určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále	19
1.4.2 Určenie nákladov na cudzí kapitál	20
1.4.3 Určenie nákladov na vlastný kapitál	20
1.4.4 Prepočet priemerných vážených nákladov kapitálu	33
1.5 Stanovenie trvalo udržateľnej miery rastu	34
1.6 Metódy diskontovaných free cash flows (FCFs).....	35
2 Cieľ práce	38
3 Metodika práce a metódy skúmania	39
4 Výsledky práce	41
4.1 Charakteristika spoločnosti Tatry Mountain Resorts, a.s.	41
4.2 Makroekonomická analýza	43
4.2.1 Vývoj makroekonomických ukazovateľov.....	43
4.2.2 Analýza odvetvia.....	43
4.3 Finančná analýza spoločnosti TMR, a. s.	44
4.3.1 Horizontálna a vertikálna analýza účtovnej závierky spoločnosti TMR, a. s.	45
4.3.2 Analýza štruktúry výsledku hospodárenia podľa jednotlivých činností.....	48
4.3.3 Finančné pomerové ukazovatele	50
4.3.4 Analýza ex-ante	51
4.4 Finančný plán spoločnosti TMR, a.s.	55
4.4.1 Plán zisku	55
4.4.2 Plánová finančná bilancia	57

4.4.3 Plán Cash flow	59
4.5 Výpočet nákladov kapitálu	59
4.5.1 Náklady cudzieho kapitálu	59
4.5.2 Náklady vlastného kapitálu	60
4.5.3 Určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále	68
4.5.4 Prepočet priemerných vážených nákladov kapitálu – WACC	69
4.6 Stanovenie všeobecnej hodnoty spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012.....	69
4.7 Vplyv parametrov miery kapitalizácie na hodnotu podniku	73
5 Diskusia.....	75
Záver.....	77
Zoznam použitej literatúry	78
Prílohy.....	80

Zoznam tabuliek

<i>Tabuľka č. 1: Typické rozpätie koeficientov beta podľa krajín</i>	<i>27</i>
<i>Tabuľka č. 2: Riziková úprava beta v závislosti od prevádzkového rizika</i>	<i>28</i>
<i>Tabuľka č. 3: Riziková úprava Beta v závislosti od finančného rizika</i>	<i>29</i>
<i>Tabuľka č. 4: Príklad</i>	<i>33</i>
<i>Tabuľka č. 5: Výpočet peňažného toku metódou FCF entity.....</i>	<i>36</i>
<i>Tabuľka č. 6: Podnik financovaný len z vlastných zdrojov (podnik bez finančnej páky)....</i>	<i>36</i>
<i>Tabuľka č. 7: Podnik financovaný vlastným kapitálom aj dlhom.....</i>	<i>37</i>
<i>Tabuľka č. 8. : Základné informácie o spoločnosti TMR, a.s.....</i>	<i>42</i>
<i>Tabuľka č. 9. : Štruktúra vlastníkov akcií TMR, a.s.....</i>	<i>42</i>
<i>Tabuľka č. 10: Vývoj a prognóza ekonomiky SR na roky 2010-2018</i>	<i>43</i>
<i>Tabuľka č. 11: Tržby za vlastné výkony a tovar v ubytovacích službách v SR v rokoch 2009-2013.....</i>	<i>44</i>
<i>Tabuľka č. 12: Strana aktív súvahy.....</i>	<i>46</i>
<i>Tabuľka č. 13: Strana pasív súvahy</i>	<i>47</i>
<i>Tabuľka č. 14: Zlaté bilančné pravidlo v TMR, a.s.</i>	<i>47</i>
<i>Tabuľka č. 15 : Štruktúra výsledku hospodárenia (brutto) v TMR, a.s.....</i>	<i>49</i>
<i>Tabuľka č. 16 : Finančné pomerové ukazovatele v TMR, a.s.....</i>	<i>51</i>
<i>Tabuľka č. 17: Bodová stupnica Kralickovho rýchleho testu.....</i>	<i>52</i>
<i>Tabuľka č. 18: Rýchly test</i>	<i>52</i>
<i>Tabuľka č. 19: Hodnotiaca stupnica indexu bonity</i>	<i>53</i>
<i>Tabuľka č. 20: Vývoj indexu bonity v spoločnosti TMR, a.s.</i>	<i>54</i>
<i>Tabuľka č. 21: Plán zisku</i>	<i>56</i>
<i>Tabuľka č. 22: Plánová finančná bilancia</i>	<i>58</i>
<i>Tabuľka č. 23: Plán Cash flow</i>	<i>59</i>
<i>Tabuľka č. 24: Náklady úročeného cudzieho kapitálu.....</i>	<i>60</i>
<i>Tabuľka č. 25: Vstupné údaje pre výpočet nákladov na VK metódou CAPM.....</i>	<i>60</i>
<i>Tabuľka č. 26: Vstupné údaje pre výpočet nákladov na VK metódou CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika</i>	<i>61</i>
<i>Tabuľka č. 27: Počet faktorov rizika po zohľadnení váh jednotlivých kritérií.....</i>	<i>62</i>

<i>Tabuľka č. 28: Výpočet rizikových prirážok pre jednotlivé stupne rizika na 1 faktor s váhou 1</i>	63
<i>Tabuľka č. 29: Riziková prirážka oboru</i>	63
<i>Tabuľka č. 30: Riziková prirážka trhu</i>	64
<i>Tabuľka č. 31: Riziková prirážka konkurencie</i>	64
<i>Tabuľka č. 32: Riziková prirážka manažmentu</i>	64
<i>Tabuľka č. 33: Riziková prirážka prevádzky</i>	65
<i>Tabuľka č. 34: Riziková prirážka – ostatné riziká</i>	65
<i>Tabuľka č. 35: Riziková prirážka – finančné riziko</i>	66
<i>Tabuľka č. 36: Náklady vlastného kapitálu komplexnou stavebnicovou metódou</i>	66
<i>Tabuľka č. 37: Rentabilita vlastného kapitálu za jednotlivé roky</i>	67
<i>Tabuľka č. 38: Náklady úročeného cudzieho kapitálu</i>	67
<i>Tabuľka č. 39: Vyčíslenie nákladov vlastného kapitálu jednotlivými metódami</i>	68
<i>Tabuľka č. 40: Štruktúra vlastného a cudzieho úročeného kapitálu v spoločnosti TMR, a.s.</i>	69
<i>Tabuľka č. 41: Prepočet WACC pri rôznych Nvk za rok 2012</i>	69
<i>Tabuľka č. 42: Výpočet odčerpateľných zdrojov 2013-2017</i>	70
<i>Tabuľka č. 43: Výpočet trvalo udržateľnej miery rastu – g</i>	70
<i>Tabuľka č. 44: Výpočet VŠH podniku s použitím CAPM 1 na výpočet Nvk</i>	71
<i>Tabuľka č. 45: Výpočet VŠH podniku s použitím CAPM 2 na výpočet Nvk</i>	71
<i>Tabuľka č. 46: Výpočet VŠH podniku s použitím komplexného stavebnicového modelu na výpočet Nvk</i>	71
<i>Tabuľka č. 47: Výpočet VŠH podniku s použitím modelu priemernej ROE na výpočet Nvk</i>	72
<i>Tabuľka č. 48: Výpočet VŠH podniku s odvodením Nvk z Nck</i>	72
<i>Tabuľka č. 49: Výpočet VŠH podniku s použitím priemernej hodnoty Nvk z použitých metód na výpočet Nvk</i>	72
<i>Tabuľka č. 50: Vplyv zmien miery kapitalizácie a jej jednotlivých parametrov na hodnotu podniku</i>	73
<i>Tabuľka č. 51: Všeobecná hodnota podniku TMR, a.s. k 31.10.2012 v €</i>	75

Zoznam grafov

<i>Graf č. 1: Štruktúra vlastníkov akcií TMR, a.s.</i>	42
--	----

<i>Graf č. 2: Štruktúra výsledku hospodárenia</i>	<i>50</i>
<i>Graf č. 3: Plán VH z jednotlivých činností v rokoch 2013 až 2017 v EUR.....</i>	<i>56</i>

Zoznam obrázkov

<i>Obrázok č. 1: Základné prístupy k odhadu nákladov na vlastný kapitál</i>	<i>21</i>
---	-----------

Úvod

Pre vedenie spoločnosti v podmienkach nestabilnej a turbulentnej trhovej ekonomiky je pri rozhodovaní o ďalšom smerovaní podniku a prehodnocovaní stratégie nevyhnutné poznanie hodnoty firmy a jej postavenia oproti konkurencii na trhu. Motívom pre stanovenie hodnoty spoločnosti môže byť tiež potreba ohodnotenia súvisiaca s vlastníckymi zmenami, ohodnotenia bez vplyvu na vlastnícke vzťahy a rôzne interné či externé dôvody poznania hodnoty podniku.

Pri snahe o uspokojenie potrieb súvisiacich so stanovením hodnoty firmy sa znalec musí vyrovnáť s rôznymi skutočnosťami, ovplyvňujúcimi podnik a jeho hodnotu. Jedným z dôvodov sťažujúcich určenie hodnoty spoločnosti je skutočnosť, že každá firma je špecifická a len veľmi ťažko porovnateľná s inou v odbore. Ohodnotenie spoločnosti komplikuje aj skutočnosť, že hodnota podniku je obvykle vyššia ako súčet hodnôt jednotlivých zložiek majetku. Tretím a zrejme najzávažnejším problémom je, že pri stanovení hodnoty spoločnosti sa okrem súčasnej hodnoty majetku musí zohľadniť aj výnosový potenciál podniku, jeho postavenie na trhu, povest' a predpoklady pre budúci rozvoj. Pre stanovenie perspektívy a výnosového potenciálu podniku potrebujeme mať k dispozícii aktuálne a objektívne informácie týkajúce sa finančnej situácie, očakávaného vývoja podniku a jeho odvetvového a makroekonomického okolia. Všetky tieto informácie tvoria podklad pre finančnú analýzu a zostavenie finančného plánu spoločnosti, z ktorého určíme výšku budúcich peňažných tokov podniku. Miera kapitalizácie je veličina pomocou ktorej dokážeme stanoviť súčasnú hodnotu budúcich peňažných tokov a tým aj aktuálnu hodnotu podniku.

Základným cieľom našej diplomovej práce bolo teoreticky zhrnúť najdôležitejšie poznatky týkajúce sa miery kapitalizácie a jednotlivých metód určenia jej úrovne, ktoré sme následne aplikovali pri stanovení hodnoty spoločnosti TMR, a.s.

V prvej kapitole našej práce sme sa zamerali na čo najvecnejšie zhrnutie teoretických poznatkov z oblasti ohodnocovania podnikov, stanovenia miery kapitalizácie, trvalo udržateľnej miery rastu a metód diskontovania voľných peňažných tokov (FCFs) z domácich a zahraničných teoretických a legislatívnych zdrojov.

V úvodnej časti prvej kapitoly uvádzame prehľad domácej a zahraničnej literatúry zameranej na ohodnocovanie podnikov a samotnú mieru kapitalizácie. Po ňom sme zhrnuli základné postupy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku v zmysle legislatívy platnej v podmienkach Slovenskej republiky.

V druhej časti prvej kapitoly sme definovali pojmy miera kapitalizácie a diskontná miera a následne opísali postup pre výpočet miery kapitalizácie na úrovni väznených nákladov kapitálu a jej jednotlivých parametrov v štyroch krokoch.

V záverečnej časti tejto kapitoly sme uviedli rôzne prístupy k stanoveniu trvalo udržateľnej miery rastu – g a charakterizovali jednotlivé modely pre diskontovanie voľných peniažných tokov.

V druhej kapitole sme priblížili hlavný cieľ našej diplomovej práce, ktorým je pokus o poukázanie na význam miery kapitalizácie v procese ohodnocovania podniku. Pre dosiahnutie tohto cieľa sme vymedzili viacero parciálnych cieľov tak v teoretickej, ako aj v praktickej časti tejto diplomovej práce.

Metodiku, postup, informačné zdroje a jednotlivé využitú metody využitú v rámci predkladanej diplomovej práce uvádzame v metodike práce, ktorá tvorí tretiu kapitolu našej diplomovej práce.

Nosnou časťou diplomovej práce je štvrtá kapitola – výsledky práce, v ktorej sme sa pokúsili o aplikáciu teoretických poznatkov na príklade konkrétneho podniku. V tejto časti sme sa po analýze okolia podniku, finančno-ekonomickej analýze samotnej spoločnosti a po zostavení finančného plánu snažili o stanovenie všeobecnej hodnoty podniku TMR, a.s. pri rôznych úrovniach miery kapitalizácie. Následne sme prostredníctvom analýzy citlivosti kvantifikovali vplyv jednotlivých parametrov miery kapitalizácie na výslednú všeobecnú hodnotu podniku.

Podstatné skutočnosti a zistenia, ktoré sme počas spracovania tejto diplomovej práce nadobudli, sme zhrnuli v piatej kapitole našej práce. Poslednú časť práce tvoria záver a zoznam použite literatúry.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Prehľad domácej a zahraničnej literatúry

Teória ohodnocovania podniku¹ je jednou z disciplín teoretickej ekonómie, ktorá bola formovaná už koncom 19. storočia v nemecky hovoriacich krajinách za účelom vysvetlenia, zovšeobecnenia a systematizovania transakcií uskutočňovaných s podnikmi v trhovej ekonomike. Historicky teória obsahovala objektívnu, subjektívnu a od šesťdesiatych rokov 20. storočia aj funkcionálnu koncepciu ohodnocovania podnikov. Teória ohodnocovania podniku zavádza funkcie ohodnocovania, ktoré súvisia s účelom ohodnocovania a ich relevantnosť je podmienená týmto účelom. Pre typické účely boli definované kategórie hodnoty, ktoré sú zhrnuté v ohodnocovacích štandardoch.

V nasledujúcej časti uvádzame prehľad najvýznamnejších domácich a zahraničných štandardov, právnych predpisov, autorov a ich publikácií, ktoré sa zaoberajú problematikou ohodnocovania podnikov a mierou kapitalizácie.

Medzinárodné ohodnocovacie štandardy (International Valuation Standards – IVS) – sú vydávané od roku 1981 radou pre medzinárodné ohodnocovacie štandardy (International Valuation Standards Council – IVSC) so sídlom v Londýne. Posledné (šieste) vydanie bolo pripravené autorským kolektívom vedeným **Michaelom R. Milgrimom PhD** (USA) a sú v ňom zhrnuté všeobecné kategórie a princípy ohodnocovania, medzinárodné ohodnocovacie štandardy, medzinárodné ohodnocovacie postupy a metodické usmernenia.

Medzi najvýznamnejších medzinárodných odborníkov v oblasti ohodnocovania patria v USA trojica **Thomas Copeland, Tim Koller, Jack Murrin** (Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies), **Aswath Damodaran** (Investment Valuation, www.damodaran.com) a v Nemecku **Gerwald Mandl a Klaus Rabel** (Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze).

¹ KRABEC, T. 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1.vyd. Praha : Havlíčkův Brod, 2009. S.233. ISBN 978-247-2865-0.

Najuznávanejšími odborníkmi v oblasti teórie ohodnocovania podnikov v Českej republike sú **Prof. Ing. Eva Kislingerová, CSc.** (Oceňování podniku) a **Prof. Ing. Miloš Mařík, CSc.**, ktorý predovšetkým svojimi dvomi publikáciami Metody oceňování podniku a Metody oceňování podniku pro pokročilé výrazne obohatil stav a úroveň problematiky ohodnocovania v ČR.

Metódy a postupy stanovenia všeobecnej hodnoty majetku znalcom na Slovensku ustanovuje vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007 Z.z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Ministerstva spravodlivosti SR č. 492/2004 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. V Slovenskej republike pôsobia dva znalecké ústavy: Inštitút ekonomického znelectva a expertíz (IEZaE) v Bratislave a Ústav súdneho inžinierstva v Ľilíne. Medzi najvýznamnejších odborníkov z oblasti ohodnocovania podnikov môžeme zaradiť **doc. Ing. Boženu Hrvol'ovú, CSc.** (Analýza finančných trhov), **Prof. Ing. Peter Markovič, PhD.** (Finančné inžinierstvo), **doc. Ing. Kardoš Peter, PhD.**, **Ing. Miroslav Jakubec, PhD.** (Riadenie hodnoty podniku).

1.2 Základné postupy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku

Medzi základné metódy ohodnocovania podniku v Slovenskej republike podľa legislatívnej úpravy patrí majetková, podnikateľská, likvidačná, porovnávacía a kombinovaná metóda.

Majetkové metódy (asset method) „sú založené na analýze majetku a cudzích zdrojov podniku, teda vychádzajú zo stavových veličín. Tieto metódy analyzujú stav majetku a cudzích zdrojov podniku k určitému okamihu.² Pri využití majetkových (substančných) metód na ohodnotenie podniku sa jednotlivé zložky majetku a cudzích zdrojov prepočítavajú na trhové hodnoty. Za najviac využívané teoretické modely tejto skupiny metód považujeme likvidačnú metódu, substančnú metódu a metódu účtovnej hodnoty.

Podnikateľskou metódou (Business method) „stanoví znalecká organizácia všeobecnú hodnotu podniku alebo jeho časti kapitalizáciou odčerpateľných zdrojov za

² Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z.Z o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

hodnotené časové obdobie podnikania.³ Spôsoby stanovenia všeobecnej hodnoty podnikateľskou metódou je možné rozlišovať v závislosti od predpokladanej životnosti podniku. Z tohto hľadiska rozlišujeme stanovenie hodnoty podniku alebo jeho časti pri časovo neobmedzenej životnosti ohodnocovaného subjektu a stanovenie hodnoty podniku a častí podniku s časovo obmedzenou životnosťou.

Hodnotu odčerpateľných zdrojov určujeme na základe podnikateľského zámeru ohodnocovaného subjektu na budúce obdobia od dátumu, ku ktorému stanovujeme hodnotu podniku.

Pokračujúca hodnota (HP) je všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku a častí podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období, zohľadňujúca predpoklady podniku vytvárať odčerpateľné zdroje počas časovo neobmedzeného obdobia, ktorá je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia.

Trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov (g) vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorá závisí od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci jeho odvetvia v kontexte s jeho históriou. Trvale udržateľná miera rastu sa v znaleckom posudku stanoví v súlade so zaužívanými postupmi odbornej praxe, napríklad Gordonov model, geometrické rady, aritmetické rady.

Medzi najvýznamnejšie výnosové metódy patria: diskontovaný dividendový model, metóda kapitalizovaných výnosov, model diskontovaného peňažného toku (DCF), metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA) a CFROI model – model tzv. voľného diskontovaného cash flow. Týmto modelom, miere kapitalizácie a faktorom ovplyvňujúcich hodnotu podniku sa budeme venovať v nasledujúcich podkapitolách.

Likvidačnú metódu stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a časti podniku použije znalec pri zrušení právnickej osoby, ktoré je spojené s likvidáciou. Všeobecná hodnota podniku a časti podniku sa v tomto prípade vypočíta ako „súčet všeobecných hodnôt jednotlivých zložiek majetku znížených o všeobecnú hodnotu cudzích zdrojov a nákladov na likvidáciu alebo pri skončení činnosti podnikateľa konkurzom ako súčet

³ Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z.Z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

všeobecných hodnôt zloţiek majetku podniku objektivizovaný koeficientom speňaťiteľnosti ku dňu ohodnotenia.⁴

Kombinovaná metóda (combined method) – je zaloţená na kombinácii dvoch najpouţívanejších metód (majetkovej a výnosovej) stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a časti podniku. „Hodnota, vypočítaná kombinovanou metódou, potom komplexne zohľadňuje schopnosť majetku dosiahnuť výnos, ale aj perspektívu podniku do budúcnosti.⁵ Jej výhodou je čiastočná eliminácia nedostatkov obidvoch metód, najmä majetkovej metódy, ktorej efekt pouţitia je závislý od druhu odvetvia (najmä v investične nenáročných odvetviach).

Podľa medzinárodných ohodnocovacích štandardov sa uplatňujú tri princípy: majetkový, výnosový a porovnávanie cien. Kombinovaná metóda sa podľa medzinárodných štandardov pre ohodnocovanie nepripúšťa. Najviac vyuţívanými modelmi kombinovaných metód sú: metóda váţenej strednej hodnoty, Schmalenbachova metóda, metóda nadzisku.

Porovnávací metóda (comparable method) sa v rámci Slovenskej republiky najmenej vyuţíva. Dôvodom je nevyhnutnosť informácií o viacerých porovnateľných podnikoch. Podľa prílohy č.1 vyhlášky sa porovnávacou metódou stanoví všeobecná hodnota podniku jedným z týchto troch spôsobov: transakčný prístup, vzorový prístup, burzový prístup.

1.3 Miera kapitalizácie a diskontná miera

„Diskontná miera je nástroj, pomocou ktorého sa spravidla do hodnoty podniku premieta faktor času a faktor rizika.⁶ Diskontná miera podľa Americkej spoločnosti odhadcov sa vyuţíva na prepočet, v budúcnosti prijatej alebo vydanéj peňaţnej čiastky na jej súčasnú hodnotu. Ekonomicky významnejšou funkciou diskontnej miery je, ťe vyjadruje poţiadavky investorov na výnosnosť zohľadňujúc prislúchajúce riziko spojené s moţnosťou jej dosiahnutia. Aplikácia diskontnej miery pri ohodnocovaní podniku je podmienená dostupnosťou informácií z finančného plánu, ktorá poskytuje odhad výšky

⁴ Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z.Z o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

⁵ Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z.Z o stanovení všeobecnej hodnoty majetku.

⁶ MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 47. ISBN 978-80-86929-67-5.

výnosov za jednotlivé roky. Výška diskontnej miery potom vyjadruje požadovanú výnosnosť investorov a náklady kapitálu podniku.

Medzinárodné ohodnocovacie štandardy definujú mieru kapitalizácie ako „deliteľ (obvykle v percentuálnom vyjadrení) použitý k prevodu príjmu na hodnotu“⁷. Miera kapitalizácie sa pri ohodnocovaní využíva vtedy, ak poznáme len odhad ročného výnosu, za predpokladu nekonečnej trvácnosti. Očakávaný rast výnosov je zahrnutý do miery kapitalizácie, ktorá predstavuje rozdiel medzi diskontnou mierou a očakávanou mierou dlhodobého rastu.

1.4 Stanovenie miery kapitalizácie

Pri výpočte hodnoty podniku výnosovými a kombinovanými metódami má výrazný vplyv určená miera kapitalizácie, ktorá má dopad na výslednú hodnotu daného podniku. Tento parameter by mal byť stanovený na takej úrovni aby v sebe správne zahŕňal cenu, ktorú investor očakáva za svoj investovaný kapitál (hlavne náklady ušlej príležitosti) a náklady, ktoré podnik musí vynaložiť pre získanie kapitálu.

Všeobecný vzorec vážených nákladov kapitálu je⁸:

$$WACC = nck(1 - d) CK/K + nvk(z) VK/K$$

Kde:

Nck – očakávaná výnosnosť do času splatnosti pre cudzí kapitál vložený do podniku (náklady na cudzí kapitál),

d – sadzba dane z príjmov platná pre hodnotený podnik,

CK – tržová hodnota cudzieho kapitálu vloženého do podniku (len úročený kapitál),

Nvk(z) – očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu hodnoteného podniku (náklady vlastného kapitálu) pri danej úrovni zadlženia podniku,

VK – tržová hodnota vlastného kapitálu,

K – celková tržová hodnota investovaného kapitálu.

Priemerné vážené náklady kapitálu (WACC – weighted average cost of capital) vypočítané na základe vyššie uvedeného vzorca v sebe zahŕňa náklady na vlastný kapitál (obvykle drahší) a náklady na cudzí kapitál v pomere zodpovedajúcom ich podielu na

⁷ International Valuation Standards 2007, kapitola Guidance Note No 6, 2007. S. 245.

⁸ KISLINGEROVÁ. E.: *Oceňování podniku*, 2. Přepřacované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. 229 s. ISBN 80-7179-529-1.

celkovom kapitále. Postup pri výpočte nákladov celkového kapitálu môžeme rozdeliť do štyroch krokov⁹:

- a) určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále,
- b) určenie nákladov na cudzí kapitál,
- c) určenie nákladov na vlastný kapitál,
- d) prepočet priemerných vážených nákladov kapitálu.

1.4.1 Určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále

Pri výpočte priemerných vážených nákladov kapitálu je potrebné začať určením váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom kapitále zníženom o tú časť cudzích zdrojov, ktoré sú neúročené. Napr. záväzky voči dodávateľom, kde sa predpokladá, že náklady na tieto zdroje sú uhrádzané ako cena za jednotlivé dodávky. Pri určení štruktúry kapitálových zdrojov je potrebné vyriešiť tieto problémy¹⁰:

- a) kapitálová štruktúra podniku sa v priebehu jeho ďalšieho vývoja mení,
- b) pre určenie štruktúry kapitálových zdrojov je potrebné získať kapitálovú štruktúru ohodnocovaného podniku na základe trhovej hodnoty, vrátane trhovej hodnoty vlastného kapitálu, ktorá je konečným cieľom celého procesu.

V literatúre sa stretávame s tromi prístupmi ku stanoveniu štruktúry kapitálu. Odborníci sa zhodujú v tom, že prvý z nich tzv. účtovnícka štruktúra by sa pre výpočet WACC nemala využívať. Najčastejším spôsobom určenia váh pre priemerné vážené náklady kapitálu je tzv. cieľová štruktúra kapitálu, ktorá je založená na odhade štruktúry kapitálu v trhových cenách. Najpresnejším spôsobom stanovenia váh pre WACC je iteračný postup, ktorým v prípade správneho výberu ostatných vstupných veličín pre oceňovanie (CF, tempo rastu,...), dosiahneme najspoľahlivejšiu trhovú štruktúru kapitálu. Iteračný postup vychádza z odhadu štruktúry, prostredníctvom čoho potom určíme hodnotu podniku a z tej potom zistíme novú kapitálovú štruktúru. Tento proces opakujeme dovtedy, kým sa výsledná kapitálová štruktúra neustáli.

⁹ MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 207. ISBN 978-80-86929-67-5.

¹⁰ JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 93. ISBN 80-88870—48-8.

1.4.2 Určenie nákladov na cudzí kapitál

Cudzí kapitál môžeme vo všeobecnosti definovať ako záväzok, ktorý musí podnik v budúcnosti splatiť svojim veriteľom. Tento kapitál môže mať k dispozícii na dlhšie a kratšie obdobie a cena zaňho predstavuje pre podnik náklad vo forme úroku, disátia alebo ďalších výdajov (poplatky, provízie). Pre účely určenia nákladov na cudzí kapitál pre WACC berieme do úvahy len úročený cudzí kapitál. Náklady na tento kapitál vypočítame ako vážený aritmetický priemer z efektívnych úrokových sadzieb, ktoré za neho platíme. Na výpočet efektívnej úrokovej miery platí základný vzorec¹¹:

$$D = \sum_{t=1}^n \left(\frac{U_t(1-d) + St}{(1+i)^t} \right),$$

kde:

- D - čistá čiastka peňazí získaná pôžičkou,
- U_t - úrokové platby,
- D - sadzba dane z príjmu,
- St - splátka dlhu v prípade priebežného splácania,
- N - počet období, kedy sú uskutočnené platby z dlhu,
- i - hľadaná úroková miera, po ktorú je rovnica splnená a ktorá vyjadruje výšku efektívneho úroku.

Použitie tohto spôsobu pre výpočet efektívnej úrokovej miery je však podmienené skutočnosťou, že úroky z dlhopisov sú pevne stanovené, t.j. nevyužívajú sa premenlivé úroky. V opačnom prípade sa výnosy do termínu splatnosti odhadnú prostredníctvom rizikovej triedy (ratingu) konkrétneho dlhopisu.

1.4.3 Určenie nákladov na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál vyjadrujú mieru výnosu investora, ktorú očakáva pri vklade svojich prostriedkov do podnikania pri rôznej miere rizikovosti tejto investície. Výnosové očakávania by mali byť na úrovni možného alternatívneho výnosu kapitálu.

Za teoreticky najspoľahlivejšiu metódu sa považuje odvodzovanie nákladov vlastného kapitálu priamo z trhu s podnikmi. Následne zo skutočných trhových cien a plánovaného cash flow je možné odvodiť diskontnú mieru. Použitelnosť tejto metódy zatiaľ obmedzuje skutočnosť, že trh s podnikmi je v našich podmienkach málo rozvinutý, preto je nutné hľadať ďalšie spôsoby správneho určenia nákladov vlastného kapitálu.

¹¹ MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 212. ISBN 978-80-86929-67-5.

Základné prístupy k výpočtu diskontnej miery, ktoré sú použiteľné všeobecne pre všetky výnosové metódy:¹²

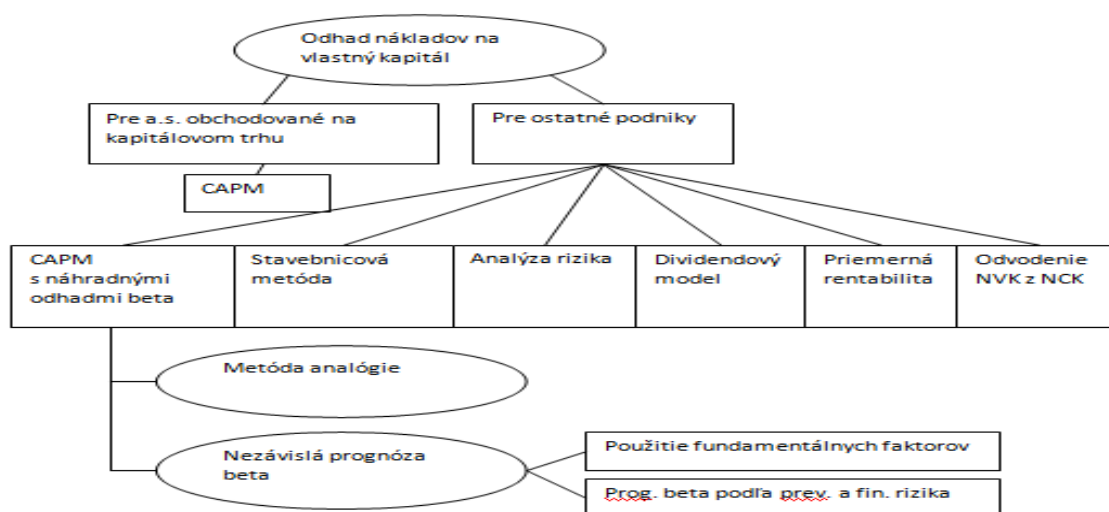
a.) Vplyv kategórie zisťovanej hodnoty:

- trhovú hodnotu – kalkulácia diskontnej miery musí vychádzať z informácií z kapitálových trhov;
- investičnú hodnotu – diskontnú mieru môže priamo stanoviť klient alebo znalec podľa konkrétnej situácie daného investora;
- objektivizovanú hodnotu – diskontná miera by mala vychádzať z nesporných údajov.

b.) Vplyv prevládajúcej povahy investorov daného podniku:

- pri verejne obchodovateľných spoločnostiach, kde investori majú možnosť diverzifikovať, súčasťou diskontnej miery by malo byť len systematické riziko;
- Pri ostatných spoločnostiach, v ktorých investori nemajú možnosť diverzifikácie, okrem systematického rizika by diskontná miera mala zahŕňať aj špecifické riziko.

Na základe vyššie uvedených princípov by sme zhrnuli základné metódy určenia nákladov na vlastný kapitál pomocou nasledujúcej schémy:



Obrázok č. 1: Základné prístupy k odhadu nákladov na vlastný kapitál¹³

¹² MAŘÍK, M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 215. ISBN 978-80-86929-67-5.

¹³ MAŘÍK, M.: 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. S. 76. ISBN 80-86119-09-2.

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

Základom tohto modelu je priamka trhu cenných papierov, ktorá odvodzuje strednú očakávanú výnosnosť cenného papiera od očakávanej bezrizikovej výnosnosti a priemernej prémie za riziko na kapitálovom trhu. Očakávaný výnos i -tého cenného papiera určíme podľa nasledujúceho vzťahu:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f],$$

Kde:

- $E(r_i)$ - očakávaný výnos i -tého cenného papiera,
- r_f - bezriziková úroková miera,
- β_i - systematické riziko i -tého cenného papiera,
- $E(r_m)$ - očakávaný výnos trhového portfólia.

Podstatou CAPM je analýza vzťahu medzi rizikom a kurzom konkrétneho cenného papiera. Štandardnou odchýlkou výnosnosti cenného papiera od jeho priemernej výnosnosti kvantifikujeme riziko, ktoré musí znášať investor pri kúpe daného cenného papiera.

Aplikácia tohto modelu je podmienená radou dôležitých predpokladov:¹⁴

- Cieľom investorov je maximalizácia vlastného majetku na konci obdobia. Vychádza sa teda z plánov na jedno obdobie.
- Existencia dokonalého trhu:
 - o úplná transparentnosť trhu (všetky informácie pre investorov sú rovnako dostupné a bezplatné),
 - o investori predpokladajú rovnaký vývoj do budúcnosti,
 - o neexistujú náklady na realizáciu trhových transakcií,
 - o abstrahuje sa od vplyvu daní,
 - o pre pôžitky je k dispozícii neobmedzené množstvo zdrojov pri rovnakej úrokovej miere.

Napriek týmto nedostatkom je v súčasnosti model oceňovania kapitálových aktív najvyužívanejšou metódou určenia nákladov na vlastný kapitál. Pre praktickú aplikáciu tohto modelu je nevyhnutné definovať jeho východiskové parametre.¹⁵

¹⁴ SCHNEIDER, D.: 1990. *Investition, Finanzierung und Besteuerung*. Wiesbaden: Gabler 1990, S. 424. ISBN 34-09137-50-5.

- bezriziková úroková miera,
- riziková prémie kapitálového trhu,
- hodnota systematického trhového rizika cenného papiera β .

Bezriziková úroková miera

Vo všeobecnosti môžeme skonštatovať, že úplne bezrizikové aktíva, ktorých výnosnosť by nebola zaťažená žiadnym rizikom, v súčasnosti neexistujú. Za rizikom najmenej ovplyvňované aktíva sa považujú štátne pokladničné poukážky (v USA T-Bills). Pre účely ohodnocovania podnikov odborníci odporúčajú použiť aktíva s dĺžkou splatnosti, ktorá je porovnateľná so životnosťou podnikových aktív, t.j. minimálne desať ročných, prípadne dvadsať a tridsať ročných obligácií (v USA T-Bonds). V podmienkach Slovenska sa najviac využívali štátne dlhopisy s dlhšou dobou splatnosti (desať a viac rokov). Pre obmedzenie vplyvu mimoriadnych podmienok spojených s niektorými dlhopismi sa v prípade existencie viacerých dlhopisov s rovnakou dobou do splatnosti, odporúča použiť priemer z výnosov do splatnosti týchto dlhopisov.

Riziková prémie kapitálového trhu

Výnosové ohodnotenie rizikovosti trhového portfólia by malo byť vyjadrené rizikovou premiou. V takom prípade by táto prémie mala vychádzať z úrovne rizika jednotlivých akcií, zo vzájomných vzťahov medzi výnosmi jednotlivých akcií v danom portfóliu a výšky investovaného kapitálu do konkrétnych akcií. Meradlom rizikovosti trhového portfólia je smerodajná odchýlka, ktorá je vyjadrením volatility jeho výnosnosti. Pri metóde CAPM sa vyžaduje určenie takej rizikovej premie, ktorá bude vyjadrená na úrovni očakávaných hodnôt. Z tohto dôvodu je najobvyklejšou metódou odhadu budúcej rizikovej premie odhad z minulých hodnôt dosiahnutých na kapitálových trhov. Riziková prémie kapitálového trhu ($r_m - r_f$) sa určí takto¹⁵:

- Zistí sa dlhodobá úroveň výnosnosti akcií na kapitálovom trhu (R_m), zvyčajne sa pre tento účel využíva niektorý z trhových indexov, ktorých výnosnosť býva bežne zverejnená.
- Vypočíta sa priemerná úroveň výnosnosti štátnych dlhopisov (R_f),
- Z rozdielu $R_m - R_f$ sa vypočíta riziková prémie.

¹⁵ JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 100. ISBN 80-88870—48-8.

¹⁶ Copeland, T, Koller, T., Murin, J. 1995. *Valuation Measuring & Managing the Value of Companies*, Second Edition. New York: John Wiley & Sons, 1995. S. 238. ISBN 04-71086-27-4.

Medzi najčastejšie problémy tohto postupu výpočtu rizikovej prémie patrí určenie dĺžky minulého obdobia, výberu použitého priemeru (aritmetický alebo geometrický) a voľba trhu, z ktorého budú použité hodnoty pre výpočet. Použitím dlhšieho obdobia môžeme získať presnejšie a reálnejšie výsledky, nakoľko zahŕňajú všetky možné výkyvy na kapitálových trhoch a priemer nie je ovplyvnený len špecifickými výkyvmi. Nevýhodou využívanie dlhodobejšieho obdobia je, že údaje takto získané v sebe zahŕňajú aj neaktuálne podmienky, ktoré sa nepredpokladajú v budúcnosti. Rozhodovanie o výbere použitého typu priemeru je dôležité, keďže vďaka tomu môžu pri výsledkoch vznikáť veľké rozdiely (výsledky aritmetické sú zvyčajne vyššie ako geometrické). Aritmetický aj geometrický priemer má svojich zástancov, v praxi existuje aj prístup, ktorý z priemeruje výsledky jednotlivých priemerov. Väčší problém pri výpočte rizikovej prémie predstavuje aj voľba trhu, z ktorého sa majú čerpať údaje. Odporúča sa využívať informácie zo svetového, najlepšie z amerického kapitálového trhu a tieto potom vhodne prispôbiť podmienkam na našom trhu.

Systematické trhové riziko cenného papiera – koeficient beta

Trhové riziko cenného papiera môžeme charakterizovať ako kovarianciu ceny cenného papiera k pohybu cien cenných papierov na trhu. Kvantifikáciou tohto rizika môžeme určiť citlivosť cenného papiera na zmeny trhu, čo vyjadruje koeficient beta. Koeficient β pre budúce obdobie je možné v zásade odhadnúť tromi spôsobmi¹⁷:

- a.) z minulého vývoja, tzv. historická β ,
- b.) metódou analógie,
- c.) na základe analýzy pôsobiacich faktorov.

Historická beta (ex post beta)

Relatívne najjednoduchšie možno kvantifikovať historické beta jednotlivých akcií, kedy výnosnosť trhu je zastúpená výnosnosťou burzového indexu (DAX, SAX, atď) za určité minulé obdobie, s čím porovnávame vývoj výnosnosti konkrétnej akcie za to isté obdobie. Tento výpočet je možné realizovať dvoma spôsobmi¹⁸:

¹⁷ MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 223. ISBN 978-80-86929-67-5.

¹⁸ KRÁĽOVIČ. J. – VLACHYNSKÝ.K. 2002. *Finančný manažment*. 3.vyd. Bratislava : Iura Edition, 2002. S. 261. ISBN 978-80-8078-356-3.

Pomocou metódy najmenších štvorcov:

$$\beta = \frac{n \cdot \sum_{i=1}^n V_i \cdot V_{mi} - \sum_{i=1}^n V_i \cdot \sum_{i=1}^n V_{mi}}{n \cdot \sum_{i=1}^n V_{mi}^2 - (\sum_{i=1}^n V_{mi})^2},$$

kde:

- n - je počet údajov v časovom rade,
- V_i - výnosnosť akcie v jednotlivých sledovaných obdobiach,
- V_{mi} - výnosnosť burzového indexu v jednotlivých sledovaných obdobiach.

Druhým spôsobom je určenie pomeru medzi kovarianciou výnosnosti akcie a výnosnosti burzového indexu a rozptylom výnosnosti burzového indexu podľa vzorca:

$$\beta = \frac{\text{COV}_{1,m}}{Q^2_m},$$

kde:

- $\text{cov}_{1,m}$ - je kovariancia výnosnosti akcie 1 k výnosnosti burzového indexu,
- Q^2_m - rozptyl výnosnosti burzového indexu.

Metóda analógie (pure-play-technique)

Táto metóda je založená na využívaní koeficientu β porovnateľných podnikov, ktorých akcie sú obchodované a ktorých činnosť nie je diverzifikovaná. Hľadanie porovnateľných podnikov sťahuje vplyv prevádzkového a finančného rizika. Vplyv prevádzkového rizika sa do výpočtu β premieta expertným odhadom. Finančné riziko úzko súvisí s kapitálovou štruktúrou podniku a môžeme ho vyjadriť nasledujúcim vzťahom¹⁹:

$$\beta_z = \beta_n \cdot \left(1 + (1 - d) \frac{CK}{VK}\right) - \beta_{ck} \cdot (1 - d) \cdot \left(\frac{CK}{VK}\right),$$

kde:

- β_z - β vlastného kapitálu pri zadlženej firme (tzv. špekulovaná beta),
- β_n - β vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení (tzv. nešpekulovaná beta),
- β_{ck} - β pre cudzí kapitál
- D - sadzba dane z príjmu,
- CK - cudzí kapitál,
- VK - vlastný kapitál.

β_n by malo byť závislé na prevádzkovej páke a odvetví podnikania. β_{ck} sa väčšinou rovná nule. Potom:

$$\beta_z = \beta_n \left(1 + (1 - d) \frac{CK}{VK}\right)$$

¹⁹ MANDL, G. – RABEL, K. 1997. *Unternehmensbewertung*. Veberrewter 1997, S. 300. ISBN 3-7064-0163-0.

Pri výpočte koeficientu beta, by kapitálová štruktúra podniku mala byť vyjadrená v trhových cenách. Pre dosiahnutie výsledkov s väčšou štatistickou spoľahlivosťou je možné beta koeficienty porovnateľných podnikov nahradiť priemernými údajmi o beta za konkrétny odbor alebo odvetvie.

Odhad koeficientu beta na základe pôsobiacich faktorov

Tento postup formálne zachováva základnú štruktúru modelu CAPM, avšak na rozdiel od historickej bety pri odhade na základe analýzy pôsobiacich faktorov sa prognózuje koeficient beta bez využitia historických hodnôt. V súčasnosti sa tento postup často presadzuje v USA, najmä pri expertných úpravách historickej bety, úpravách v rámci metódy analógie alebo pre „nezávislú—t.j. historickými údajmi neovplyvnenú prognózu koeficientu beta.

Medzi hlavné faktory ovplyvňujúce odhad koeficientu beta zaradujeme:

- a) Odvetvie podnikania – koeficient beta vyjadruje relatívnu mieru systematického rizika. Z toho dôvodu považujeme trh za jeden z faktorov s najväčším vplyvom na β . Preto pri firmách pôsobiacich v cyklickejších odvetviach môžeme obvykle počítať s vyššou hodnotou beta.
- b) Veľkosť prevádzkovej páky závisí od pomeru medzi variabilnými a fixnými nákladmi. Platí, že čím má firma vyšší podiel fixných nákladov na celkových nákladoch, tým je aj variabilita zisku pred zdanením a úrokmi (EBIT) vyššia, t.j. aj hodnota bety je vyššia.
- c) Finančná páka pôsobí podobne ako prevádzková páka. Finančná páka je vyjadrením pomeru cudzieho úročeného a vlastného kapitálu. Hodnotu koeficientu beta zvyšuje vyšší podiel fixných platieb, ktoré sú následkom vyššieho podielu cudzieho kapitálu v podniku.

Na základe uvedených faktorov sa v odbornej literatúre stretávame s dvomi spôsobmi prognózovania koeficientu beta²⁰:

- použitím tzv. fundamentálnych faktorov,
- odvodzovaním beta z analýzy prevádzkového a finančného rizika.

²⁰ MAŘÍK, M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 223. ISBN 978-80-86929-67-5.

Prognóza beta na základe fundamentálnych faktorov

Tento postup je založený na regresnej analýze premenných z výkazu ziskov a strát a zo súvahy. Americké výskumy²¹ dospeli k vymedzeniu piatich základných premenných a nasledujúcej regresnej funkcie pre výpočet β :

$$\begin{aligned} \beta = & 0,9832 \\ & + 0,08 - \text{variačný koeficient prevádzkového zisku za 5 rokov,} \\ & - 0,126 - \text{dividendová výnosnosť,} \\ & + 0,15 - \text{pomer úverov/vlastný kapitál,} \\ & + 0,034 - \text{rast zisku na akciu,} \\ & - 0,00001 - \text{celkové aktíva.} \end{aligned}$$

Použitie vyššie uvedenej regresnej funkcie pre výpočet beta koeficientu je podmienené existenciou rozvinutého kapitálového trhu a pre náš trh nevyhnutnosťou prepočtu jednotlivých premenných pre podmienky na Slovensku.

Prognóza β na základe analýzy prevádzkového a finančného rizika

Prognóza koeficientu beta na základe analýzy finančného a prevádzkového rizika je založená na využití základnej rovnice – priamky kapitálového trhu, pri ktorom však namiesto použitia historických vzťahov medzi výnosmi trhu a výnosmi spoločnosti pri odvodzovaní beta sa odhaduje priamo budúce beta. Prof. Mařík vo svojej publikácii *Metody oceňování podniku* vychádza pri prognóze β na základe analýzy prevádzkového a finančného rizika z predstavy, že beta sa vždy pohybuje v určitom rámci. Napríklad²²:

Tabuľka č. 1: Typické rozpätie koeficientov beta podľa krajín

Krajina	Typické rozpätie Beta
Francúzsko	0,63-1,31
Nemecko	0,65-1,42
Taliansko	0,39-1,57
Holandsko	0,67-1,22

Zdroj: MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 230. ISBN 978-80-86929-67-5.

Výšku koeficientu beta okrem typického rozpätia prislúchajúceho podnikom podľa jednotlivých krajín najviac ovplyvňujú faktory:

- prevádzkové riziko,

²¹ DAMODARAN, A. 1994. *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York, USA: John Wiley & Sons, 1994. S. 174. ISBN 978-0-471-10897-9.

²² MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 230. ISBN 978-80-86929-67-5.

- finančné riziko.

Riziková prémie spoločnosti sa potom vypočíta²³:

$$\beta = 1 + PR + FR,$$

kde: PR - prevádzkové riziko,
FR - finančné riziko.

Pod pojmom prevádzkové riziko rozumieme jednak špecifické riziko (t.j. riziko typické pre jednu spoločnosť a jednak riziko systematické (t.j. ovplyvňujúce všetky spoločnosti). Pri prognóze koeficientu beta zohľadňujeme len systematické riziká, ktoré ohrozujú všetky spoločnosti. Odborníci odporúčajú špecifické riziká zohľadniť pomocou analýzy scenárov a ich výsledky zahrnúť do plánovaných výnosov, neovplyvňujúc diskontnú mieru.

Prevádzkové riziko pre určenie rizikovej prémie, je nutné merať relatívne, kedy základom stanovenia koeficientu β bude pomyselná „priemerná spoločnosť“. Hodnota koeficientu beta tejto spoločnosti pri inak nezmenených podmienkach a prevádzkovom riziku rovnej nule bude 1. Rozpätie prirátky za prevádzkové riziko sa stanoví odhadom od -0,5 do + 0,5, v rámci ktorého potom môžeme definovať napríklad 5 tried prevádzkového rizika od najnižšieho po najvyššie prevádzkové riziko.

Tabuľka č. 2: Riziková úprava beta v závislosti od prevádzkového rizika²⁴

Trieda prevádzkového rizika	Riziková úprava
1	-0,50
2	-0,25
3	0,00
4	0,25
5	0,50

Zdroj: MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. Havlíčkov Brod: Ekopress, 1998.

Klasifikácia podnikov do jednotlivých rizikových tried na základe prevádzkového rizika je založená na citlivosti prevádzkového zisku na zmeny základných národohospodárskych ukazovateľov. K zvyšovaniu prevádzkového rizika bude dochádzať napr.:

- ak produkcia spoločnosti bude podliehať vyššej cenovej pružnosti,

²³ JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 115. ISBN 80-88870—48-8.

²⁴ MAŘÍK, M.: 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. S. 85. ISBN 80-86119-09-2.

- ak sa bude jednať o menšiu firmu,
- ak bude produkcia menej diverzifikovaná,
- ak bude vyššia konkurencia.

V dôsledku neprimeraného zadĺženia spoločnosti vzniká finančné riziko. Existuje predpoklad, že pri vyššom zadĺžení spoločnosti je výraznejšia reakcia na zmenu trhu, keďže podnik je zaťažený väčším podielom fixných platieb. Pre vyčíslenie rizikovej úpravy beta môžeme aplikovať napr. výsledky z nasledujúcej tabuľky.

Tabuľka č. 3: Riziková úprava Beta v závislosti od finančného rizika²⁵

Zadĺženie spoločnosti	Riziková úprava
0%	-0,20
20%	-0,10
40%	0,00
60%	0,10
80%	0,20
100%	0,30

Zdroj: MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. Havlíčkov Brod: Ekopress, 1998

Záver k CAPM

Na základe názoru viacerých odborníkov z oceňovacej praxe považujeme model CAPM napriek všetkým problémom s jeho aplikáciou a platnosťou za doteraz jediný teoreticky podložený a v praxi akceptovaný spôsob kalkulovania miery kapitalizácie. Vzhľadom na malú spoľahlivosť a využitelnosť dát zo slovenského kapitálového trhu sa odporúča základnú rovnicu CAPM naplniť údajmi z USA a aktualizovať o údaje zo Slovenskej republiky:²⁶

$$Nvk = Rf + B \cdot RPT + RPZ,$$

kde:

- Nvk = odhad nákladov vlastného kapitálu,
- Rf = aktuálna výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov USA,
- B = odvetvové β prenesené z amerického alebo iného kapitálového trhu a upravené na zadĺženie v trhových cenách konkrétneho podniku,
- RPT = riziková prémie kapitálového trhu, odporúčame využívať prémie z trhu USA,
- RPZ = riziková prémie krajiny, odporúča sa postup založený na odlišnostiach vo

²⁵ MAŘÍK, M.: 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. S. 88. ISBN 80-86119-09-2.

²⁶ MAŘÍK, M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 233. ISBN 978-80-86929-67-5.

výnosnosti štátnych a podnikových dlhopisov, pokiaľ môžu byť upravené o vplyv diferencií vo volatilitate akciového a dlhopisového trhu v SR.

Stavebnicová metóda

Tzv. build-up model určenia kalkulovanej úrokovej miery, ktorá je založená na upravení výnosnosti „bezrizikových“—eenných papierov (štátnych dlhopisov s čo najdlhšou dobou splatnosti) o rizikovú prirátku. V praxi najpoužívanejšia stavebnicová metóda pri výpočte rizikovej prémie zjednodušene zahŕňa len faktory obchodného a finančného rizika. Odhad týchto prirátok za jednotlivé riziká je však v mnohých prípadoch nepresný. Z tohto dôvodu je nutné aplikovať celistvejšie modely. Výsledkom pokusu o čo najpresnejšie a najúplnejšie premietnutie rizika do diskontnej miery je komplexná stavebnicová metóda.

Aplikáciu tejto metódy môžeme zachytiť v troch krokoch²⁷:

- a.) určenie konkrétnych faktorov rizika podstatných pre oceňovaný podnik,
- b.) ohodnotenie stupňa rizika pre jednotlivé faktory,
- c.) transformácia stanoveného stupňa rizika na rizikovú prirátku.

Základný vzorec pre určenie nákladov vlastného kapitálu²⁸:

$$I_p = R_f + R_o + R_{fr} + R_l$$

kde: I_p = požadovaná výnosnosť vlastného kapitálu,
 R_f = bezrizikový výnos,
 R_o = prirátko za obchodné riziko,
 R_{fr} = prirátko za finančné riziko,
 R_l = riziko za zníženú likviditu.

Model arbitrážneho oceňovania (APT – Arbitrage Pricing Theory)

V porovnaní s CAPM modernejším postupom pre výpočet nákladov vlastného kapitálu je teória APT, ktorá je tiež založená na tom, že očakávaný výnos akcionára závisí od systematického rizika, nie špecifického. Rozdiel od teórie CAPM spočíva v počte faktorov, od ktorých je prémie za riziko závislá. Kým pri CAPM je riziková prémie ovplyvnená len senzitivnosťou výnosu od trhového výnosu, teda koeficientom β , tak v APT je táto prémie ovplyvňovaná niekoľkými makroekonomickými faktormi²⁹:

- úrovňou ekonomickej aktivity v odvetví,

²⁷ MAŘÍK, M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 236. ISBN 978-80-86929-67-5

²⁸ KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 1999.

²⁹ Ros, S.A., Westerfield, D.: *Corporate Finance*. New York, USA: John Wiley & Sons, 1988.

- mierou inflácie,
- rozpätím medzi krátkodobými a dlhodobými úrokovými sadzbami,
- rozpätím medzi výnosmi obligácií podnikov s nízkym a vysokým rizikom.

Teória APT sa zameriava na budúce očakávané výnosnosti, ale vychádzať môže len z historických ex post výnosností, preto vzniká problém ako odhadnúť budúcu výnosnosť z minulosti. Riešením pre odhad očakávanej výnosnosti by mohlo byť využitie priemerných ex post výnosností konkrétnych cenných papierov.

Dividendový model

Jedným z ďalších spôsobov odhadu nákladov na vlastný kapitál je dividendová metóda, ktorá sa využíva pri ohodnocovaní akcií podniku. Táto metóda predpokladá, že hodnota akcie je určená súčasnou hodnotou očakávaných dividend z tejto akcie. Príjem z akcií odhadujeme z očakávaných dividend v jednotlivých rokoch D_t a z predajných cien za n rokov P_n . Súčasnú hodnotu príjmov z akcie potom vypočítame na základe vzorca³⁰:

$$SHa = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+ip)^t} + \frac{P_n}{(1+ip)^n},$$

kde: SHa – súčasná hodnota vlastného kapitálu,
 D_t – suma očakávaných dividend,
 ip – požadovaná výnosnosť vlastného kapitálu,
 P_n – predajné ceny akcií na n rokov.

Ak predpokladáme nekonečnú dobu vlastníctva akcií, je pre nás irelevantné do výpočtu hodnoty akcie zahŕňať predajnú cenu akcie, preto hodnotu vlastného kapitálu určíme len zo súčasnej hodnoty očakávaných dividend, za predpokladu rovnomerného tempa rastu g , na základe vzťahu³¹:

$$SHa = Dt/ip - g,$$

kde: SHa – súčasná hodnota vlastného kapitálu,
 D_t – suma očakávaných dividend,
 ip – požadovaná výnosnosť vlastného kapitálu,
 g – miera rastu.

³⁰ MAŘÍK. M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 252. ISBN 978-80-86929-67-5

³¹ JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 120. ISBN 80-88870—48-8.

Hodnotu jednej akcie podľa daného vzťahu môžeme teda vypočítať, ak dokážeme odhadnúť dividendu z jednej akcie na budúci rok, požadovanú výnosnosť akcií a tempo rastu dividendy v ďalších rokoch. Úpravou tohto vzťahu potom môžeme odhadnúť aj hodnotu vlastného kapitálu určitej firmy, čo môže byť vhodné pri odhade kapitálovej štruktúry.³²

$$I_p = D1/SH_a + g$$

Obmedzenia pre využitie dividendovej metódy v rámci SR:

- stabilný rast dividend je nerealistický,
- potreba presného odhadu tempa rastu – g,
- potreba poznať trhovú cenu akcií,
- nepoužitelnosť dividendovej metódy v podnikov, ktoré nevyplácajú žiadne dividendy.

Model priemernej rentability

Jednou z najdostupnejších a najjednoduchšie použitelných metód určenia nákladov vlastného kapitálu je metóda priemernej rentability. Najväčšou výhodou použitia tejto metódy sú relatívne dostupnejšie informácie o rentabilite podniku. Nevýhoda metódy priemernej rentability pramení zo skutočnosti, že ukazovatele rentability sú závislé od tichých rezerv a od účtovného výsledku hospodárenia, ktorý je v našich podmienkach do veľkej miery optimalizovaný. Použitelnosť tejto metódy pri predpokladaných väčších rozdieloch medzi účtovnou a trhovou hodnotou kapitálu je obmedzená potrebou informácií o trhovej hodnote kapitálu a nielen o účtovnej rentabilite.

Odvedenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu

Ďalšou relatívne zjednodušenou metódou stanovenia nákladov na vlastný kapitál je ich odvedenie z nákladov na cudzí kapitál, ktoré získame oveľa jednoduchšie. Táto metóda vychádza zo skutočnosti, že náklady na cudzí kapitál sú nižšie ako náklady vlastného kapitálu, nakoľko vlastník nesie väčšie riziko ako veriteľ a preto vyžaduje vyšší výnos. Prvým krokom pri výpočte nákladov na vlastný kapitál je výpočet úrovne nákladov na cudzí kapitál pred odpočtom daňovej úspory. Následne k nákladom na cudzí kapitál

³² MAŘÍK, M.: 1998. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. S. 93. ISBN 80-86119-09-2.

pripočítame niekoľko percentuálnych bodov (2 až 4) s čím získame určitý odhad nákladov vlastného kapitálu.

1.4.4 Prepočet priemerných vážených nákladov kapitálu

Posledným krokom pri výpočte WACC je prepočet priemerných vážených nákladov kapitálu, pri ktorom sa najskôr vypočítajú priemerné náklady na všetky druhy kapitálu a následne dosadia do rovnice:³³

$$\text{WACC} = N_{ck} (1 - d) \text{CK/K} + N_{vk(z)} \text{VK/K},$$

kde: N_{ck} – očakávaná výnosnosť do času splatnosti pre cudzí kapitál, vložený do podniku (náklady na cudzí kapitál),

D – sadzba dane z príjmov platná pre hodnotený podnik,

CK – tržová hodnota cudzieho kapitálu, vloženého do podniku (len úročený kapitál),

$N_{vk(z)}$ – očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu hodnoteného podniku (náklady vlastného kapitálu) pri danej úrovni zadĺženia podniku,

VK – tržová hodnota vlastného kapitálu,

K – celková tržová hodnota investovaného kapitálu.

Násobením daňovo uznateľnej časti cudzích nákladov výrazom $(1 - d)$ vzniká daňový štít, pôsobením ktorého sa zvyšovaním podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitále zvyšuje ziskovosť vlastného kapitálu spoločnosti (ROE).

Príklad: Sú dané dva podniky X a Y, oba majú výnosnosť aktív 15% a úroková miera je 6%, sadzba dane je 22%.

Tabuľka č. 4: Príklad

	Vlastný kapitál	Cudzí kapitál	Výnos 15%	Úroky 6%	Zisk nezdanený	Daň 22%	Zisk zdanený	Výnosnosť vlastného kapitálu
X	10 000	-	1 500	-	1 500	330	1 170	11,7 %
Y	5 000	5 000	1 500	300	1 200	264	936	18,7 %

Zdroj: vlastné spracovanie

$$\text{Náklady na cudzí kapitál} = \text{úroková miera} \times (1 - \text{sadzba dane})$$

³³ MAŘÍK, M a kolektiv. 2011. *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. S. 253. ISBN 978-80-86929-67-5.

1.5 Stanovenie trvalo udržateľnej miery rastu

Hodnotu podniku pri využití výnosových metód ohodnocovania podniku výrazne ovplyvňujú jeho budúce peňažné toky. Pre objektívne ohodnotenie je i z tohto dôvodu nevyhnutný čo najpresnejší odhad tempa rastu podnikových ziskov a cash flow. Väčšie i menšie nedostatky tohto odhadu môžu výrazne zmeniť hodnotu spoločnosti. V literatúre sa môžu stretnúť s viacerými prístupmi k odhadu tohto rastu.³⁴

- a.) odhad rastu na základe historických dát o raste podniku,
- b.) odhad rastu na základe prognóz analytikov,
- c.) odhad rastu na základe existujúcich a predpokladaných finančných a strategických rozhodnutí podniku.

Odhad rastu na základe historických dát o raste podniku

Stanovenia tempa rastu na základe historických dát o raste podniku je založené na väzbe medzi minulými a očakávanými tempami rastu. Na túto väzbu však pôsobí rad rôznych faktorov: počet rokov za ktorý sú o podniku dostupné dáta, odchýlka budúceho vývoja od minulého, skúsenosti a rozhodnutia hodnotiteľa, hospodársky cyklus, veľkosť podniku a podobne. Nevýhodou tejto metódy je jej nepoužitelnosť v prípade dosahovaných záporných hospodárskych výsledkov. V rámci tohto prístupu predikcie sa najčastejšie využíva aritmetický alebo geometrický priemer z historických dát za podnik.

Odhad rastu na základe prognóz analytikov

V krajinách s rozvinutým kapitálovým trhom je jednou zo spoľahlivých možností stanovenia očakávaného tempa rastu podniku prognóza na základe skúseností a názorov analytikov, ktorí na základe histórie a súčasnosti podniku, stavu konkurencie, odvetvia a ekonomiky ako celku prognózujú možný vývoj.

Odhad rastu na základe existujúcich a predpokladaných finančných a strategických rozhodnutí podniku

Budúci rast spoločnosti výrazne ovplyvňujú rozhodnutia o ďalšom pôsobení podniku, o kapitálovej štruktúre či dividendovej politike. Práve pomer rozdeleného a reinvestovaného zisku má silný vplyv na predpokladanú budúcu mieru rastu podniku.

³⁴ JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 128. ISBN 80-88870—48-8.

Ukazovateľ vyjadrujúci pomer nerozdeleného zisku podniku k dosiahnutému zisku v danom roku sa nazýva aktivačný pomer. Jednou z možností odhadu tempa rastu je použitie nasledujúceho vzťahu³⁵:

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

Využitie tejto rovnice komplikuje skutočnosť, že pre znalca môže byť náročné určiť očakávaný výnos z bežného nerozdeleného zisku. V takomto prípade je možné pre výpočet trvalo udržateľnej miery rastu použiť miesto výnosu z nerozdeleného zisku výnos z vlastného imania (ROE – rentabilitu vlastného kapitálu):

$$g = \text{aktivačný pomer} * \text{ROE}$$

1.6 Metódy diskontovaných free cash flows (FCFs)

Metódy diskontovaných FCFs patria medzi základné výnosové metódy a v súčasnosti majú široké použitie hlavne v anglosaských krajinách odkiaľ sa postupne vplyvom rastúcej globalizácie a príchodom zahraničných investorov rozširujú aj do Českej a Slovenskej republiky. Metódy diskontovaných voľných peňažných tokov sú založené na odvodzovaní hodnoty podniku od predpokladaných peňažných tokov v budúcnosti a ich základom je teda časová hodnota budúcich príjmov. V konkrétnych podmienkach je možné pre akciovú spoločnosť odhadnúť³⁶:

- rovnaké FCFs (FCFs s nulovým rastom),
- rovnomerne rastúce FCFs,
- nerovnomerne rastúce FCFs (s dvojstupňovým, trojstupňovým rastom, predajnou cenou, atď.).

Free Cash Flow modely existujú vo viacerých variantoch, ktoré sa vzájomne odlišujú spôsobom výpočtu FCF a použitými sadzbami diskontných faktorov³⁷:

- model FCF entity (free cash flow to the entity),
- model FCF equity (free cash flow to the equity),
- model FCF APV (Adjusted present value),
- Capital CF (CCF) model.

³⁵ JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 131. ISBN 80-88870—48-8.

³⁶ HRVOĽOVÁ. B a kolektív. 2006. *Analýza finančných trhov*. 1. vyd. Bratislava: : Sprint – vfra, 2006. S. 403. ISBN 80-89088-59-8.

³⁷ HRVOĽOVÁ. B. 2009. *Ceny a hodnoty akcií*. 1.vyd. Bratislava : EKONÓM, 2005. S. 59. ISBN 978-80-225-2747-7.

Model diskontovaných FCFs entity

V modeli free cash flow to the entity sa vychádza z peňažných tokov určených tak pre veriteľov ako aj pre akcionárov. Táto metóda sa považuje za najviac používanú v praxi ohodnocovacích spoločností a jej hlavnou výhodou je možnosť aplikovania aj pri ohodnocovaní samostatných divízií. Výpočet peňažného toku FCF entity uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 5: Výpočet peňažného toku metódou FCF entity

Tržby		
-	náklady /bez nákladových úrokov/	
=	čistý príjem z operácií /prevádzkový CF/	EBIT _t
-	dane	EBIT _t * t
=	EBIT po zdanení	EBIT _t * (1-t)
+	odpisy	ODP _t
=	Cash flow z operácií	EBIT _t * (1-t) + ODP _t
-	prírastok WC (pracovný kapitál/	prírastok WC _t
-	investičné výdavky	INV _t
=	free cash flow to the entity	CF z operácií-prírastok WC _t -INV _t

Zdroj: vlastné spracovanie

Model diskontovaných FCFs equity

Táto metóda na základe voľných peňažných tokov pre akcionárov (FCF equity) vyčísluje hodnotu vlastného kapitálu spoločnosti. V závislosti od charakteru financovania rozlišujeme nasledujúce druhy prepočtu peňažných tokov³⁸:

Tabuľka č. 6: Podnik financovaný len z vlastných zdrojov (podnik bez finančnej páky)

Tržby		
-	náklady /bez nákladových úrokov/	
=	čistý príjem z operácií /prevádzkový CF/	EBIT _t
-	dane	EBIT _t * t
=	EBIT po zdanení	EBIT _t * (1-t)
+	odpisy	ODP _t
=	Cash flow z operácií	EBIT _t * (1-t) + ODP _t
-	prírastok WC (pracovný kapitál/	prírastok WC _t
-	investičné výdavky	INV _t
=	free cash flow to the equity = entity	CF z operácií-prírastok WC _t -INV _t

Zdroj: vlastné spracovanie

³⁸ JAKUBEC, M – KARDOŠ, P. – KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. S. 144-145. ISBN 80-88870—48-8.

V prípade ak je podnik financovaný vlastným kapitálom aj dlhom je potrebné znížiť peňažné toky o hodnotu, ktorá je určená veriteľom. V nasledujúcej tabuľke je uvedený výpočet peňažných tokov z vlastného kapitálu za predpokladu financovania vlastným kapitálom aj dlhom.

Tabuľka č. 7: Podnik financovaný vlastným kapitálom aj dlhom

EBIT		
-	úroky	I_t
=	Z pred zdanením	$EBIT_t$
-	dane	$EBIT_t * t$
=	ČZ	$ČZ$
+	odpisy	ODP_t
-	prírastok WC (pracovný kapitál/	prírastok WC_t
-	investičné výdavky	INV_t
-	splátky úveru	SPL_t
=	free cash flow to the equity	$ČZ + ODP_t - \text{prírast. } WC_t - INV_t - SPL_t$

Zdroj: vlastné spracovanie

Diskontované FCF APV (Adjusted present value)

Predpokladom použitia metódy APV je financovanie podniku výhradne vlastným kapitálom. Model APV je podobný modelu FCFs entity. Z toho dôvodu sa pre výpočet peňažných tokov použije rovnaký spôsob ako pri výpočte FCFs entity. Rozdiel oproti FCFs entity je v sadzbe diskontu, kedy sa pri APV nepoužijú väžené priemerné náklady kapitálu, ale len náklady vlastného kapitálu za predpokladu financovania výlučne vlastným kapitálom. Diskontovaním FCFs sadzbou diskontného faktora na úrovni nákladov vlastného kapitálu za predpokladu financovania výlučne vlastným kapitálom dostaneme hodnotu nezadĺženej spoločnosti, k čomu pre výpočet celkovej hodnoty zadĺženej spoločnosti je potrebné pripočítať súčasnú hodnotu daňového štítu.

Capital cash flow model

Využitie modelu Capital cash flow na odhad vnútornej hodnoty akcií sa v literatúre³⁹ odporúča v prípade, ak akciová spoločnosť aktívne riadi svoju kapitálovú štruktúru k cieľovej úrovni finančnej páky. Oproti modelu FCF APV sa pri tomto modeli cash flow aj daňový štít diskontujú nákladmi kapitálu nezadĺženej spoločnosti. Ostatné kroky sú totožné ako pri odhade vnútornej hodnoty akcií využitím modelu FCF APV.

³⁹ Koller, T. – Goedhart, M. – Wessels, D. 2010. *Valuation Measuring and managing value of Company*. Fourth edition, WILEY John Wiley & Sons, INC, 2010. S. 126. ISBN 978-0-470-89361-6.

2 Cieľ práce

Hlavným cieľom našej diplomovej práce je poukázať na význam miery kapitalizácie v procese ohodnocovania podniku, teoreticky preskúmať možnosti jej odhadu v domácej a zahraničnej literatúre a následne porovnať ich s možnosťami, ktoré určujú právne normy upravujúce znaleckú činnosť v podmienkach Slovenskej republiky. Hlavný cieľ našej diplomovej práce završíme praktickou aplikáciou získaných poznatkov pri stanovení všeobecnej hodnoty konkrétneho podniku a určení vplyvu miery kapitalizácie a jej jednotlivých parametrov na hodnotu vybraného podniku.

Pre hlbšie spracovanie a výstižnejšiu špecifikáciu problematiky miery kapitalizácie a jej významu v procese ohodnocovania podniku sme pre potreby tejto diplomovej práce určili čiastkové ciele, ktoré sme rozčlenili v závislosti od toho, či majú prispieť k teoretickému preskúmaniu riešenej problematiky alebo napomôcť k aplikácii nadobudnutých poznatkov pri určovaní všeobecnej hodnoty konkrétneho podniku.

Pre analýzu a spracovanie súčasných teoretických, legislatívnych a spoločenských poznatkov z oblasti ohodnocovania a miery kapitalizácie sme si určili nasledujúce parciálne ciele:

1. vymedzenie základného pojmového aparátu z oblasti stanovenia všeobecnej hodnoty podniku,
2. charakteristika miery kapitalizácie a špecifikácia jej jednotlivých parametrov.

Nižšie uvedené čiastkové ciele sú základom pri pokuse o praktické vymedzenie vplyvu miery kapitalizácie na hodnotu vybraného podniku:

1. makroekonomická analýza okolia podniku TMR, a.s,
2. finančná analýza a finančný plán spoločnosti TMR, a.s.,
3. určenie nákladov kapitálu a následné stanovenie miery kapitalizácie pri využití rôznych modelov na stanovenie nákladov vlastného kapitálu,
4. stanovenie všeobecnej hodnoty podniku pri jednotlivých mierach kapitalizácie a kvantifikácia vplyvu jej parametrov na túto hodnotu.

Naplnením parciálnych cieľov chceme prispieť k dosiahnutiu hlavného cieľa našej diplomovej práce a poukázať na význam miery kapitalizácie v procese ohodnocovania podnikov.

3 Metodika práce a metody skúmania

Metodika našej diplomovej práce je využitá tak, aby jednotlivé aplikované metódy a postupy prispeli k dosiahnutiu vymedzených hlavných i parciálnych cieľov. Prvým krokom k naplneniu spomenutých cieľov bolo zhromažďovanie, selekcia a štúdium teoretických a praktických informácií o skúmanej problematike. Pre potreby tejto práce sme teoretické podklady nachádzali v domácej i zahraničnej literatúre, v rôznych legislatívnych normách zaoberajúcich sa touto problematikou a na internete.

Pre zabezpečenie vyššej systematickosti a prehľadnosti relevantných údajov sme ich metódou analýzy roztriedili a logicky usporiadali do menších podskupín v závislosti od ich charakteru a obsahu našej práce. Týmto krokom sme sa snažili zabezpečiť naplnenie parciálnych cieľov teoretickej časti našej práce.

Po spracovaní odborných poznatkov a vytvorení relevantného teoretického pojmového aparátu z oblasti miery kapitalizácie sme obstarali podklady k aplikácii jednotlivých metód určenia výšky nákladov kapitálu a pristúpili k spracovaniu praktickej časti tejto diplomovej práce. Informácie k spracovaniu výsledkov práce sme získali z výročných správ TMR, a.s. za roky 2010-2012 zverejnených na oficiálnej webovej stránke spoločnosti a ďalších internetových zdrojov.

Pri vypracovaní praktickej časti našej práce sme sa opäť snažili o dosiahnutie čiastkových cieľov, čomu zodpovedá aj použitý postup a aplikované metódy. Prvým krokom bolo zhrnutie informácií o spoločnosti TMR, a.s. a následná analýza okolia podniku. Potom nasledovala komplexná finančno-ekonomická analýza spoločnosti využitím rozličných metód ex-post a ex-ante. Vychádzajúc z výsledkov analýzy makroekonomického prostredia a finančno-ekonomickej situácie podniku sme vytvorili finančný plán spoločnosti TMR, a.s. na roky 2013-2017. Následne sme pre stanovenie výšky nákladov vlastného kapitálu využili nasledovné metódy:

- CAPM so znalosťou beta koeficientu pri nulovom a existujúcom zadlžení,
- CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika,
- komplexnú stavebnicovú metódu,
- model priemernej rentability,
- odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu.

Po stanovení nákladov vlastného kapitálu sme určili chýbajúce parametre pre využitie metódy WACC k určení miery kapitalizácie, ktorá je nevyhnutná pre stanovenie všeobecnej hodnoty podniku výnosovou metódou. VŠH podniku pri rôznych hodnotách miery kapitalizácie sme vypočítali využitím metódy diskontovaných peňažných tokov. Z jednotlivých výsledkov vyplýva vplyv celkovej miery kapitalizácie na hodnotu podniku. Vplyv jednotlivých parametrov miery kapitalizácie na všeobecnú hodnotu podniku sme stanovili analýzou citlivosti, keď sme postupne o 10% zvyšovali a znižovali hodnotu konkrétnych parciálnych činiteľov miery kapitalizácie. Pre určenie miery vplyvu zmien jednotlivých parametrov na celkovú hodnotu podniku sme metódou komparácie porovnali a vyčíslili rozdiel a zmenu všeobecnej hodnoty podniku pri zmene jedného parametra.

4 Výsledky práce

4.1 Charakteristika spoločnosti Tatry Mountain Resorts, a.s.

Tatry mountain resorts, a.s. (ďalej TMR, Spoločnosť) je lídrom v prevádzkovaní horských stredísk a poskytovaním turistických služieb v strednej a východnej Európe s portfóliom zahŕňajúcim najvýznamnejšie horské strediská, zábavný park a hotely v regióne.

Obchodná činnosť je rozdelená do troch hlavných segmentov – Hory & Aquapark, Hotely a Realitné projekty. Segment Hory & Aquapark zahŕňa horské strediská vo Vysokých a Nízkych Tatrách, ktoré ponúkajú 67 km lyžiarskych tratí, Aquapark Tatralandia a komplexné služby, ako reštauračné zariadenia, lyžiarske školy, športové obchody, a k tomu prenájom a servis lyžiarskeho vybavenia. Akvizícia Tatralandie, najväčšieho aquaparku v strednej Európe, v roku 2011 bola dôležitým krokom k plneniu stratégie budovania celoročnej turistickej destinácie. Spoločnosť tiež spoluprevádzkuje lyžiarske stredisko Špindlerův Mlýn v Českej republike, ktoré si TMR v novembri 2012 prenajalo cez konzorcium Melida po dobu aspoň 20 rokov. Spoločnosť tiež vlastní a prenajíma hotely v blízkosti svojich rezortov s kapacitou cca. 1768 lôžok. Segment Realitné projekty je prevažne orientovaný na rozvoj, budovanie a predaj apartmánov a komerčných priestorov. Momentálne pracuje TMR v horských strediskách na štyroch lukratívnych projektoch.⁴⁰

Víziou spoločnosti je z pozície prirodzeného monopolu vďaka jedinečnej pozícii Tatier stať sa top medzinárodným renomovaným poskytovateľom služieb turistického ruchu, ktorého cieľom je obroda horských stredísk v regióne strednej a východnej Európy z investičného, športového, kultúrneho a spoločenského pohľadu.

Poslaním spoločnosti TMR je poskytovanie služieb cestovného ruchu v strednej a východnej Európe na neustále sa zvyšujúcej úrovni, a to konkrétne obchodnými aktivitami rozdelenými do troch kľúčových segmentov – Hory & Aquapark, Hotely a Realitné projekty, pričom segment Hory & Aquapark zastrešuje prevádzku horských stredísk, aquaparku a doplnkových služieb počas celého roka. Toto poslanie chce Spoločnosť zabezpečovať využívaním synergií, ktoré povedú ku komplexnej spokojnosti jej klientov a akcionárov.

⁴⁰ Spracované podľa www.tmr.sk [online] [cit. 2013.11.31] Dostupné z <<http://www.tmr.sk/>>

Tabuľka č. 8. : Základné informácie o spoločnosti TMR, a.s.

Firma	Tatry mountain resorts, a.s.
IČO	31 560 636
Právna forma	Akiová spoločnosť
Deň zápisu do OR	1.4.1992
Základné imanie	46.950.386,-EUR
Sídlo	Demänovská Dolina 72, Liptovský Mikuláš 031 01

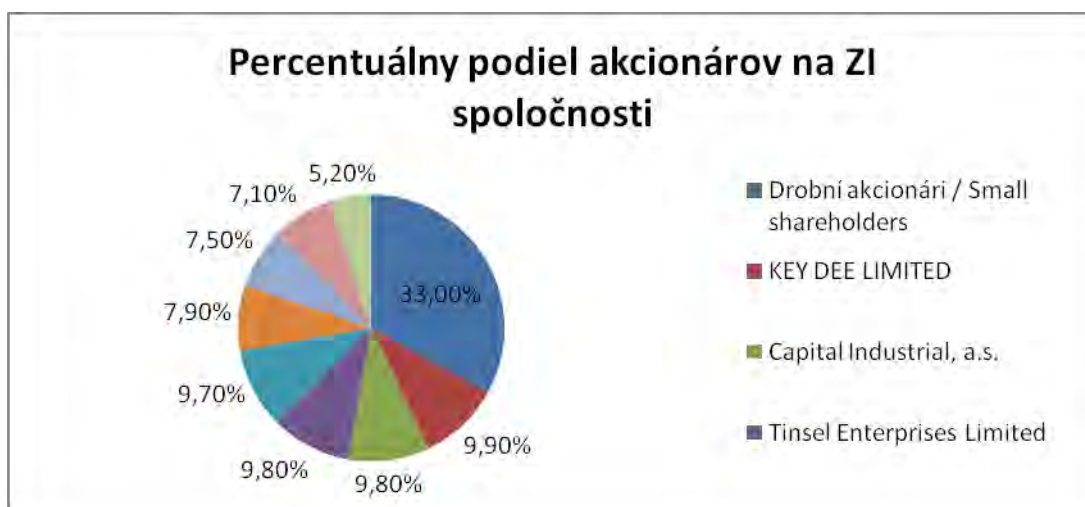
Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka č. 9. : Štruktúra vlastníkov akcií TMR, a.s.

NÁZOV SPOLOČNOSTI /MENO	POČET CP	HODNOTA CELKOM	% EMISIE
Drobní akcionári / Small shareholders	2 214 929	15504503	33,00%
KEY DEE LIMITED	664 000	4648000	9,90%
Capital Industrial, a.s.	660 000	4620000	9,80%
Tinsel Enterprises Limited	657 894	4605258	9,80%
EGNARO INVESTMENTS LIMITED	649 680	4547760	9,70%
J&T Securities Management Limited	531 029	3717203	7,90%
AMYLOK TRADING LIMITED	505 782	3540474	7,50%
BELGOMET, s.r.o.	474 373	3320611	7,10%
CONTIGY DEVELOPMENT LIMITED	349 511	2446577	5,20%
SPOLU	6 707 198	46950386	100%

Zdroj: www.tmr.sk

Graf č. 1: Štruktúra vlastníkov akcií TMR, a.s.



Zdroj: vlastné spracovanie

4.2 Makroekonomická analýza

4.2.1 Vývoj makroekonomických ukazovateľov

Makroekonomický vývoj bol v roku 2013 do významnej miery ovplyvnený rôznymi faktormi. Vzhľadom na vysokú otvorenosť Slovenskej ekonomiky je jej vývoj prioritne závislý od zahraničného obchodu, ktorý v minulom roku predstavoval takmer jediný faktor zabraňujúci prepadu slovenskej ekonomiky do záporných čísel. Naopak, domáci dopyt zaznamenal pokles už druhý rok po sebe.

Prognózovanie makroekonomických indikátorov pomocou ekonometrických metód v súčasnosti komplikuje nejasný vývoj vonkajšieho prostredia a v niektorých krajinách nestabilná politická situácia (blízky východ, Ukrajina).

Prehľad o vývoji slovenskej ekonomiky v rokoch 2010-2013 a prognóze na roky 2014-2018 uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 10: Vývoj a prognóza ekonomiky SR na roky 2010-2018

Rok	HDP	Nezamestnanosť	Ø mes. nomin. mzda	Rast reálnej mzdy	Inflácia (HICP)
2010	62,0 mld.€	14,38%	769,25 €	2,31%	0,96%
2011	63,8 mld. €	13,58%	786 €	-1,69%	3,92%
2012	65,0 mld. €	13,95%	805,50 €	-1,09%	3,62%
2013	65,6 mld. €	14,20%	824,30 €	0,94%	1,40%
2013	rast o 0,9%	rast o 0,25%	rast o 2,33%		
2014	rast o 2,4%	14,00%	rast o 2,7%	1,50%	
2015	rast o 2,9%	13,60%	rast o 3,3%	1,60%	1,20%
2016	rast o 3,4%	13,20%	rast o 3,5%	1,60%	1,80%
2017	rast o 3,6%	12,30%	rast o 3,9%	1,80%	1,90%
2018	rast o 3,8%	11,80%	rast o 4%	1,80%	2,10%
Ø2014-2018	rast o 3,2%	13,00%	rast o 3,5%	1,60%	2,20%

Zdroj: Pohľady na ekonomiku Slovenska 2014

4.2.2 Analýza odvetvia

Spoločnosť TMR, a.s. sa na základe štatistickej klasifikácie ekonomických činností SK NACE zaraďuje do podtriedy číslo 55100 – Hotelové a podobné ubytovanie. Odvetvie ubytovacích služieb zaraďujeme medzi cyklické odvetvia, ktorých vývoj kopíruje hospodársky cyklus celej krajiny. V nižšie uvedenej tabuľke uvádzame vývoj tržieb ubytovacích služieb na Slovensku v jednotlivých mesiacoch rokov 2009-2013.

Tabuľka č. 11: Tržby za vlastné výkony a tovar v ubytovacích službách v SR v rokoch 2009-2013⁴¹

Rok	Merná jednotka	SK NACE - 55 Ubytovanie												
		1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	rok
2013	index	99,1	99,1	99,7	100,2	99,8	101,5	101,9	102,0	101,1	101,9	104,8	100,5	101,0
2012	mil. Eur	24,3	24,4	24,5	24,3	25,9	26,7	27,1	28,6	28,4	27,8	25,5	26,7	314,1
	index	104,3	104,5	100,2	100,4	96,9	100,3	99,0	101,3	100,8	98,2	98,0	98,8	100,1
2011	mil. Eur	22,8	22,8	23,8	23,6	26,2	26,0	26,7	27,5	27,3	27,3	25,2	26,2	305,6
	index	97,2	97,6	96,2	100,3	104,2	97,6	97,3	97,3	96,9	97,9	97,5	97,5	98,1
2010	mil. Eur	22,8	22,8	24,1	22,8	24,3	25,9	26,7	27,5	27,2	27,3	25,2	26,1	302,8
	index	90,1	85,7	92,1	88	94,9	96,4	101,1	101	99,3	96,5	97,3	99,3	95,2
2009	mil. Eur	25	26,5	26,1	25,9	25,6	26,7	26,4	27,2	27,1	27,7	25,3	25,8	315,1
	index	71,3	71	75,9	74,1	70	72,3	75,3	74,7	77,1	83,3	87	88,6	76,4

Zdroj: Štatistický úrad

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že rok 2009 nebol pre subjekty pôsobiace v oblasti poskytovania ubytovacích služieb priaznivý a ich tržby medziročne výrazne poklesli. Pokles tržieb zaznamenali tieto subjekty aj v rokoch 2010 a 2011, ale už v relatívne menšej miere. Z výsledkov za roky 2012 a 2013 vyplýva, že toto odvetvie stále čaká na výrazné oživenie a udržiava svoje výkony na približne rovnakej úrovni. V nasledujúcich rokoch sa vychádzajúc z pozitívnych prognóz vývoja jednotlivých makroekonomických indikátorov SR očakáva, že i odvetvie ubytovacích služieb zaznamená progres a oživenie tržieb.

Spoločnosť TMR, a.s. je jasným lídrom na slovenskom trhu podľa počtu stredísk, ubytovacích kapacít, lyžiarskych vlekov a výnosov s trhovým podielom 69%. Druhá najväčšia spoločnosť na trhu je Omnitrade, a.s. (15% podiel na trhu) a ProSki (5% podiel na trhu).

4.3 Finančná analýza spoločnosti TMR, a. s.

Finančnú analýzu sme vypracovali ako podklad pre finančné riadenie podniku. Základným zdrojom informácií pre spracovanie tejto podkapitoly sú jednotlivé časti riadnej účtovnej závierky spoločnosti za roky 2010-2012.⁴² Analýzu finančnej situácie spoločnosti TMR, a.s. sme rozdelili do 3 častí. V prvej sme sa zamerali na vertikálnu a horizontálnu analýzu súvahy. Náplňou druhej časti bol výpočet a zhodnotenie finančných pomerových ukazovateľov spoločnosti, teda analýza ex post. Finančnú analýzu spoločnosti

⁴¹ Absolútne údaje za tržby za vlastné výkony a tovar sú v bežných cenách, indexy sú zo stálych cien (december 2005 = 100).

⁴² Výkazy riadnej účtovnej závierky za obdobie rokov 2010-2012 sú v plnom rozsahu súčasťou príloh práce.

sme zavřšili analýzou ex ante, zameranou na predpoveď finančnej budúcnosti spoločnosti TMR, a. s.

4.3.1 Horizontálna a vertikálna analýza účtovnej závierky spoločnosti TMR, a. s.

Horizontálna a vertikálna analýza finančných výkazov je východiskovým bodom finančnej analýzy. V prípade horizontálnej analýzy sa sleduje vývoj skúmanej veličiny v čase a pri vertikálnej analýze sledujeme vnútornú štruktúru skúmanej veličiny. Účtovnú závierku v podvojnóm účtovníctve tvoria výkazy tzv. trojbilančného systému (súvaha, výkaz ziskov a strát a poznámky), ktoré sú navzájom prepojené a závislé.

Súvaha obsahuje informácie o stave majetku a zdrojoch krytia k určitému dátumu. Jeho analýzou získame prehľad o podmienkach, za akých sa realizoval a v najbližšej budúcnosti bude realizovať transformačný proces. Celková účtovná hodnota majetku spoločnosti je k 31.10.2012 vo výške 300 507 556 €. Z výsledkov horizontálnej a vertikálnej analýzy súvahy vyplýva, že sa hodnota celkového majetku v spoločnosti TMR, a.s. medziročne zvyšovala najprv o 3,6 a potom o 0,5 percentuálnych bodov. Tento nárast bol spôsobený predovšetkým medziročným zvýšením hodnoty neobeťného majetku (o 67,7 a 19,8 percentuálnych bodov) oproti markantnému poklesu obeťného majetku z vyše 158mil. € na necelých 40 mil.€. Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb oproti predchádzajúcemu obdobiu taktiež rástli, a to v roku 2011 o vyše 15 mil.€ čo predstavuje nárast až o 84 percentuálnych bodov a v roku 2012 o viac ako 5 mil € t.j. nárast o 15,5 percentuálnych bodov oproti roku 2011. Uvedená situácia je preto pre podnik mimoriadne priaznivá.

Pomer obeťného a neobeťného majetku sa medziročne v sledovanom období výrazne mení. Kým v roku 2010 tvorí až 55,03 % z celkového majetku obeťný majetok (predovšetkým kvôli výraznému podielu krátkodobých pohľadávok), v roku 2012 má už obeťná časť majetku len 13,35 percentný podiel na celkovom majetku. Táto zmena je zapríčinená výrazným znížením krátkodobých pohľadávok (inkaso nesplatených zmeniek) a tiež rozsiahlymi investíciami do DHM, ktorý sa medziročne zvyšoval o 51 a v roku 2012 o 30,9 percentuálnych bodov. Na konci roka 2012 až 86,65 % majetku spoločnosti tvoril neobeťný majetok. Príliš vysoké viazanie peňažných prostriedkov v neobeťnom majetku vo všeobecnosti nepovažujeme za žiadaný stav. Avšak v oblasti hotelierstva a hotelových

služieb j vysoký podiel neobeťného majetku z rôznych dôvodov (napríklad obstaranie nových rekreačných komplexov) nevyhnutná.

Tabuľka č. 12: Strana aktív súvahy

	2010		2011		2012		Index vývoja 2011/2010	Index vývoja 2012/2011
	hodnota	%	hodnota	%	hodnota	%		
NEOBEŽNÝ MAJETOK	129 097 219	44,89	216 547 267	72,69	259 500 788	86,65	1,677	1,198
Dlhodobý nehmotný majetok	415 825	0,32	1 294 517	0,60	1 446 781	0,56	3,113	1,118
Dlhodobý hmotný majetok	97 159 322	75,26	147 168 193	67,96	192 624 601	74,23	1,515	1,309
<i>Samostatné hnutelné veci...</i>	25 170 273	25,91	37 250 704	25,31	42 898 948	22,27	1,480	1,152
Dlhodobý finančný majetok	31 522 072	24,42	68 084 557	31,44	65 429 406	25,21	2,160	0,961
OBEŽNÝ MAJETOK	158 269 634	55,03	81 346 451	27	39 982 037	13,35	0,514	0,492
Zásoby	594 965	0,38	903 946	1,11	1 471 944	3,68	1,519	1,628
Dlhodobé pohľadávky	1 728 007	1,09	1 691 007	2,08	0	0,00	0,979	0,000
Pohľadávky z obch. styku	1 728 007	100,00	1 691 007	100,00	0	0,00	0,979	0,000
Krátkodobé pohľadávky	153 820 226	97,19	72 544 660	89,18	35 803 468	89,55	0,472	0,494
Pohľadávky z obch. styku	6 165 076	4,01	4 535 931	6,25	4 893 460	13,67	0,736	1,079
Finančné účty	2 126 436	1,34	6 206 838	7,63	2 706 625	6,77	2,919	0,436
ČASOVÉ ROZLIŠENIE	241 528	0,08	474 961	0,16	1 024 731	0,34	1,966	2,158
SPOLU MAJETOK	287 608 381	100,00	298 368 679	100	300 507 556	100,00	1,037	1,007

Zdroj: Účtovné závierky spoločnosti Tatra mountain resorts, a.s. z rokov 2010-2012

Z analýzy zdrojov krytia majetku vyplýva, že spoločnosť TMR, a.s. je financovaná prevažne vlastnými zdrojmi podniku, ktoré predstavujú v sledovanom období 2010-2012 88 až 91 percentný podiel na celkových zdrojoch krytia majetku podniku.

Vlastné imanie spoločnosti počas sledovaného obdobia mierne rástlo (v roku 2011 o 1,3 a v 2012 o 0,1 percentuálnych bodov). Dané zvýšenie súvisí s medziročným rastom vlastných interných zdrojov, ktoré sa aj napriek klesajúcemu medziročnému vývoju výsledkov hospodárenia zvyšovalo. Pod klesajúci sa vývoj výsledku hospodárenia v sledovanom období sa výraznou mierou podpísali aj rozsiahle investície, ktoré sú zrejme aj zo zmeny štruktúry majetku a zo zvyšujúceho sa podielu dlhodobého hmotného majetku.

Závazky podniku sa na celkových pasívach podieľali v sledovaných obdobiach na úrovni 8 až 12 percent. Najväčší podiel na vývoji záväzkov mali krátkodobé záväzky (najmä z obchodného styku). Medziročný nárast v roku 2011 dosiahli aj bankové úvery (dlhodobé aj krátkodobé) a dlhodobé záväzky. Z kapitálovej štruktúry spoločnosti vyplýva, že krytie prevádzkových potrieb podniku je do veľkej miery zabezpečené z vlastných

zdrojov. Spoločnosť na jednej strane dosahuje úspory úrokových nákladov a vyššiu nezávislosť od cudzích zdrojov, na strane druhej však využíva najdrahšiu formu financovania svojich kapitálových potrieb.

Tabuľka č. 13: Strana pasív súvahy

	2010		2011		2012		Index vývoja 2011/2010	Index vývoja 2012/2011
	Hodnota	%	hodnota	%	hodnota	%		
VLASTNÉ IMANIE	262 246 274	91,18	265 728 517	89,06	265 932 323	88,49	1,013	1,001
*Externé zdroje	252 036 031	96,11	252 427 932	94,99	252 697 229	95,02	1,002	1,001
*Interné zdroje	10 210 243	3,89	13 300 585	5,01	13 235 094	4,98	1,303	0,995
ZÁVAZKY	24 525 158	8,53	32 122 390	10,77	34 173 058	11,38	1,310	1,064
Rezervy	542 619	2,21	526 637	1,64	556 939	1,63	0,971	1,058
Dlhodobé záväzky	4 499 189	18,35	5 705 037	17,76	5 618 632	16,44	1,268	0,985
Dlhodobé záväzky z obch. styku	0	0,00	0	0,00	0	0,00		
Krátkodobé záväzky	5 328 633	21,73	7 983 227	24,85	12 787 227	37,42	1,498	1,602
Záväzky z obch. styku	3 235 983	60,73	4 875 311	61,07	11 354 408	88,79	1,507	2,329
Krátkodobé fin. výpomoci	0	0,00	0	0,00	0	0,00		
Bankové úvery	14 154 717	57,72	17 907 489	55,75	15 210 260	44,51	1,265	0,849
<i>dlhodobé BÚ</i>	11 907 489	84,12	15 060 261	84,10	12 363 033	81,28	1,265	0,821
<i>bežné BÚ</i>	2 247 228	15,88	2 847 228	15,90	2 847 227	18,72	1,267	1,000
ČASOVÉ ROZLIŠENIE	836 949	0,29	517 772	0,17	402 175	0,13	0,619	0,777
SPOLU VI A ZÁVAZKY	287 608 381	100,00	298 368 679	100	300 507 556	100,00	1,037	1,007

Zdroj: Účtovné závierky spoločnosti Tatry mountain resorts, a.s. z rokov 2010-2012

Pre zachovanie zlatého bilančného pravidla je potrebné, aby krytie dlhodobého viazaného majetku podniku bolo realizované len tou časťou finančných prostriedkov, ktoré má podnik dlhodobé k dispozícii. Dodržanie tohto pravidla je determinujúce aj pre krytie krátkodobého majetku, ktoré práve naopak by malo mať vyššiu hodnotu ako krátkodobé cudzie zdroje financovania.

Zlaté bilančné pravidlo je zachované ak je podnik prekapitalizovaný a teda platí:

$$\text{Neobetný majetok} < (\text{Vlastné imanie} + \text{dlhodobé cudzie zdroje})$$

Tabuľka č. 14: Zlaté bilančné pravidlo v TMR, a.s.

Položka	2010	2011	2012	Index vývoja 2011/2010	Index vývoja 2012/2011
	€	€	€		
DLHODOBÉ ZDROJE	278 679 643	286 520 506	284 208 746	1,028	0,992
TRVALÉ ZDROJE (VI)	262 246 274	265 728 517	265 932 323	1,013	1,001

DLHODOBÉ ZÁVAZKY	16 433 369	20 791 989	18 276 423	1,265	0,879
DLHODOBÝ MAJETOK	130 825 226	218 238 274	256 584 530	1,668	1,176
ROZDIEL	147 854 417	68 282 232	27 624 216	0,462	0,405
	<i>Prekapitalizovaný</i>	<i>Prekapitalizovaný</i>	<i>Prekapitalizovaný</i>		

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že krytie dlhodobo viazaného majetku bolo zabezpečené z dlhodobých zdrojov financovania a preto podnik bol v sledovanom období prekapitalizovaný. Na základe týchto informácií môžeme skonštatovať, že finančná stabilita podniku je uspokojivá, nakoľko podnik každoročne má zabezpečené krytie dlhodobého majetku zdrojmi, ktoré má trvale k dispozícii.

Pri pohľade na analýzu medziročného vývoja ukazovateľa zlaté bilančné pravidlo je zrejmé, že tento indikátor finančnej stability podniku medziročne prudko klesá (o 53,8 a 59,5 percentuálnych bodov). Ak by vývoj tohto ukazovateľa pokračoval v tomto trende spoločnosť by sa skoro mohla dostať do situácie, kedy jej finančná stabilita bude veľmi krehká. Na druhej strane ak sa pozrieme na pomery dlhodobého majetku (45,49 %) a dlhodobých zdrojov (96,90 %) na výške celkového majetku v roku 2010 vidíme, že podnik kryje zbytočne veľkú časť obežného majetku dlhodobými zdrojmi. Dlhodobé zdroje sú často drahšie ako krátkodobé, preto nadmerné zabezpečenie krátkodobých potrieb dlhodobými zdrojmi je vysoko neekonomické a neefektívne.

Medziročný pokles rozdielu medzi dlhodobými zdrojmi a dlhodobým majetkom považujeme za pozitívne, z dôvodu nadmerného financovania krátkodobého majetku zdrojmi, ktoré má podnik dlhodobo k dispozícii. Kým v roku 2010 rozdiel medzi DZ a DM predstavoval až 51,41% na celkovom majetku, do roku 2012 sa tento pomer znížil o 81,69 percentuálnych bodov na hodnotu 27 624 216€, čo predstavuje 9,19% z celkovej výšky majetku v roku 2012. Na druhej strane musíme vyzdvihnúť fakt, že by v tomto trende podnik nemal pokračovať, nakoľko súčasný pomer krytia majetku dlhodobými a krátkodobými zdrojmi považujeme za uspokojivú a z hľadiska nákladovosti za efektívnu.⁴³

4.3.2 Analýza štruktúry výsledku hospodárenia podľa jednotlivých činností

Meradlom úspešnosti či neúspešnosti transformačného procesu podniku je spravidla hospodársky výsledok – zisk resp. strata. Spoznanie štruktúry hospodárskeho výsledku

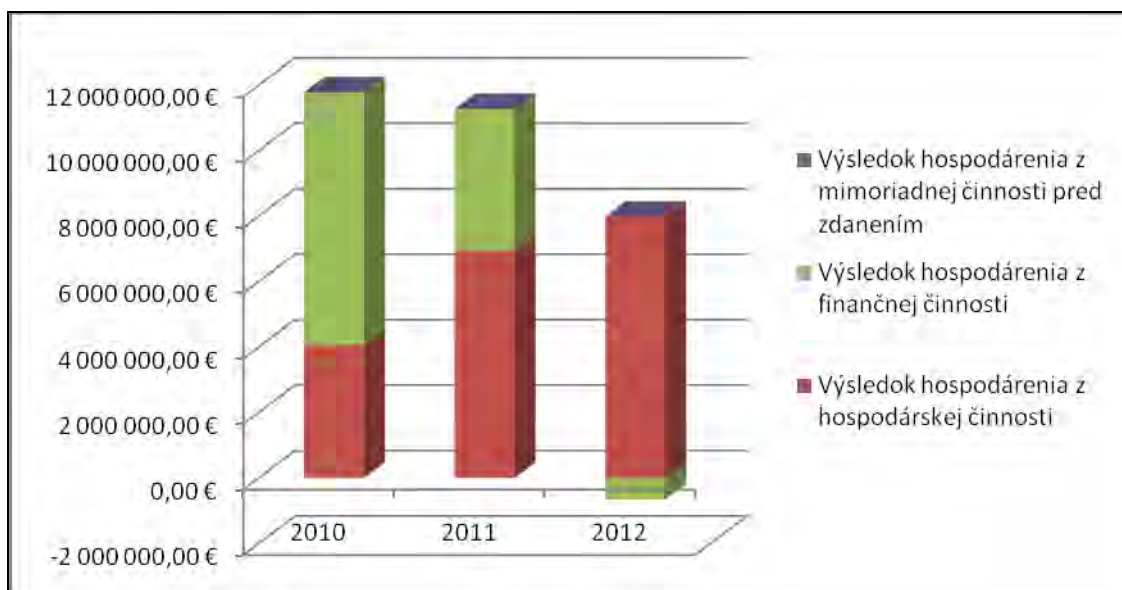
⁴³ V prílohe č. 1 uvádzame výpočet a tabuľkový prehľad čistého pracovného kapitálu spoločnosti TMR, a.s. v sledovanom období.

hospodárenia z FČ. Je dôležité poznamenať, že spoločnosť aj vďaka svojej finančnej činnosti dosiahla v roku 2010 rentabilitu tržieb až vo výške 51,64 %, no v roku 2012 hlavne vplyvom poklesu výsledku hospodárenia z finančnej činnosti to bolo len 16,42 %.

Rozhodujúcim zdrojom zisku za účtovné obdobie by spravidla mal byť prevádzkový hospodársky výsledok. Ten v roku 2010 bol vo výške 4 043 tis. € a predstavoval necelých 35 % na celkovom výsledku hospodárenia za účtovné obdobie brutto. Pomer prevádzkového výsledku hospodárenia sa na celkovom VH počas sledovaného obdobia rástol (v roku 2011 = 61,49 %, v roku 2012 = 108,94 %. Aj napriek celkovému poklesu výsledku hospodárenia teda je možné konštatovať pozitívne zmeny, keďže výsledok hospodárenia zo základnej podnikateľskej činnosti spoločnosti medziročne rástol postupne o 71 a 15 percentuálnych bodov.

Spoločnosť TMR, a.s. v sledovanom období 2010 – 2012 neúčtovala o ťiadených mimoriadnych nákladoch a výnosoch, preto výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti neovplyvňuje celkový výsledok hospodárenia spoločnosti.⁴⁵

Graf č. 2: Štruktúra výsledku hospodárenia



Zdroj: vlastné spracovanie

4.3.3 Finančné pomerové ukazovatele

Za účelom dôkladnej analýzy podniku použijeme všetky 4 skupiny finančných pomerových ukazovateľov, a sice:

- Ukazovatele likvidity,

⁴⁵ Horizontálnu a vertikálnu analýzu agregovaného výkazu ziskov a strát uvádzame v prílohe č. 2

- Ukazovatele aktivity,
- Ukazovatele zadlženosti,
- Ukazovatele rentability.

Pre vyššiu prehľadnosť výsledky a vývoj jednotlivých finančných pomerových ukazovateľov uvádzame v komplexnej tabuľke:

Tabuľka č. 16 : Finančné pomerové ukazovatele v TMR, a.s.

UKAZOVATEĽ	m.j.	2010	2011	2012	Index vývoja 2011/2010	Index vývoja 2012/2011
Likvidita 1. stupňa	koef.	0,24	0,52	0,17	2,200	0,317
Likvidita 2. stupňa	koef.	17,47	6,65	2,36	0,381	0,355
Likvidita 3. stupňa	koef.	17,56	6,76	2,69	0,385	0,398
Doba obratu zásob	deň	11,15	9,37	13,04	0,840	1,391
Doba inkasa krátk. pohľadávok	deň	2883,68	752,35	317,18	0,261	0,422
Doba inkasa krátk. pohľadávok z OS	deň	115,58	47,04	43,35	0,407	0,922
Doba splatnosti krátk. záväzkov	deň	201,63	155,32	238,55	0,770	1,536
Doba splatnosti krátk. záväzkov z OS	deň	122,45	94,85	211,82	0,775	2,233
Obrátka stálych aktív (neob.majetku)	koef.	0,15	0,16	0,16	1,078	0,977
Obrátka aktív	koef.	0,07	0,12	0,14	1,742	1,162
Celková zadlženosť aktív	%	0,09	0,11	0,12	1,241	1,052
Úverová zadlženosť aktív	%	4,92	6,00	5,06	1,220	0,843
Zadlženosť úročenými zdrojmi	%	4,92	6,00	5,06	1,220	0,843
Dlhodobá zadlženosť aktív	%	5,71	6,97	6,08	1,220	0,873
CZ/VK	koef.	0,10	0,12	0,13	1,270	1,058
Úrokové krytie	koef.	27,47	22,90	14,74	0,833	0,644
Tokové zadlženie	rok	2,05	2,42	2,81	1,183	1,160
Rentabilita aktív (cez ČZ)	%	3,29	2,88	2,12	0,876	0,736
Rentabilita aktív (cez EBIT)	%	4,25	3,95	2,61	0,930	0,661
ROA (cez VH z HČ)	%	1,41	2,32	2,65	1,652	1,142
ROE	%	3,61	3,23	2,40	0,897	0,741
Rentabilita základného imania	%	4,27	3,88	2,88	0,909	0,741
ROS (Rentabilita tržieb)	%	49,23	24,75	15,68	0,503	0,633
Bežná rentabilita tržieb (brutto)	%	61,32	32,47	27,74	0,530	0,854
Prevádzková rentabilita tržieb	%	21,06	19,97	19,63	0,948	0,983
Podiel novovytvor. hodnoty v tržbách	%	14,83	12,18	17,66	0,822	1,449
Podiel pridanej hodnoty v tržbách	%	50,69	46,78	53,04	0,923	1,133

Zdroj: vlastné spracovanie

4.3.4 Analýza ex-ante

Rýchly test

Ako prvú metódu predikcie finančnej situácie spoločnosti TMR sme si pre potreby našej finančnej analýzy zvolili Kralickuv rýchly test. V tomto teste sa na základe sústav štyroch rovníc prevedených do bodového hodnotenia vyhodnocuje jednak finančná a tiež výnosová situácia spoločnosti. Jednoduchým aritmetickým spôsobom sa potom zisťuje celková ekonomická situácia podniku. Vychádza sa zo štyroch základných oblastí analýzy, a to likvidity, rentability, stability a výsledku hospodárenia, pričom každá z týchto oblastí je reprezentovaný jedným ukazovateľom (viď. nasledujúcu tab.):

Tabuľka č. 17: Bodová stupnica Kralickovho rýchleho testu

Ukazovateľ	Stupnica hodnotenia - body				
	Veľmi dobrý	Dobrý	Stredný	Zlý	Ohrozený insolventnosťou
Podiel VK/CK (%)	>30	>20	>10	<10	negatívny
Doba splácania cudzieho kapitálu (v rokoch)	<3	<5	<12	>12	<30
Podiel CF na celkových výkonoch (%)	>10	>8	>5	<5	negatívny
Rentabilita celkového kapitálu v (%)	>15	>12	>8	<3	negatívny

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že čím nižší je súčet bodov pre jednotlivé ukazovatele, tým je finančná situácia lepšia a budúcnosť podniku perspektívnejšia. Minimálny počet bodov sú 4 body a maximálny 20 bodov.

Tabuľka č. 18: Rýchly test

Ukazovateľ	2010	2011	2012
Podiel VK/CK (%)	91,182	89,060	88,494
Doba splácania cudzieho kapitálu (v rokoch)	216,275	1,929	2,547
Podiel CF na celkových výkonoch (%)	0,559	39,483	30,790
Rentabilita celkového kapitálu v (%)	3,442	3,052	2,297
Podiel VK/CK (%)	1	1	1
Doba splácania cudzieho kapitálu (v rokoch)	5	1	1
Podiel CF na celkových výkonoch (%)	4	1	1
Rentabilita celkového kapitálu v (%)	4	4	4
Suma počtu bodov	14	7	7
Priemer	3,5	1,75	1,75

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe výsledkov predikčnej analýzy rýchly test v nami analyzovanom období sa finančná situácia medziročne v roku 2011 zlepšila, nakoľko hodnota tohto modelu klesla až na polovicu (zo 14 na 7). Tento jav môžeme hodnotiť pozitívne a vychádzajúc

z výsledkov tejto analýzy a zohľadňujúc tento trend veriť, že finančná situácia v podniku sa medziročne vyvíja správnym smerom. Ak sa však bližšie pozrieme na jednotlivé ukazovatele, ktoré determinovali túto pozitívnu zmenu, zistíme, že dva zo štyroch použitých ukazovateľov vyšli za celé obdobie rovnako. Platí to pre podiel VK/CK (1) a rentabilitu celkového kapitálu (4). V roku 2010 sa odlišujú výsledky dvoch zvyšných ukazovateľov od ostatných a to doba splácania cudzieho kapitálu a podiel CF na celkových výkonoch. Obidva tieto ukazovatele sú v porovnaní s ďalšími obdobiami neporovnateľne horšie, preto by sme mali možné príčiny negatívnych výsledkov hľadať práve pri nich. Spoločnou premennou týchto dvoch ukazovateľov sú peňažné toky. Pri pohľade na medziročný vývoj CF v rokoch 2010-2011 vidíme, že sa tento ukazovateľ zvýšil takmer 127 násobne. Z tohto dôvodu je aj vplyv CF na ukazovatele použité v rýchlom teste vysoký a výsledky sú silno ovplyvnené týmto faktorom. Pri predpoklade porovnateľných peňažných tokov s ostatnými rokmi, by výsledky rýchleho testu vyzerali obdobne počas celého analyzovaného obdobia.

Index bonity

Jednou z najspoľahlivejších a v nemecky hovoriacich krajinách najčastejšie využívaných metód predikčnej analýzy je index bonity, ktorý patrí medzi matematicko-štatistické metódy a v podstate ide o zjednodušený model Beermanovej diskriminačnej analýzy. Výsledok tejto metódy tvorí súčet šiestich parciálnych finančných ukazovateľov, ktorým sú pridelené váhy podľa významnosti. Prognóza finančno-ekonomickej situácie analyzovaného podniku je tým lepšia, čím vyšší výsledok výpočtu dostaneme.

Diskriminačná funkcia kvantifikujúca index bonity B má nasledovný tvar:⁴⁶

$$B = 1,5 \cdot X1 + 0,08 \cdot X2 + 10 \cdot X3 + 5 \cdot X4 + 0,3 \cdot X5 + 0,1 \cdot X6,$$

Kde:

X1 - CF/cudzí kapitál

X2 - celkový kapitál/cudzí kapitál

X3 - zisk pred zdanením/celkový kapitál

X4 - zisk pred zdanením/celkové výkony

X5 - zásoby/aktíva spolu

X6 - celkové výkony/celkový kapitál

Tabuľka č. 19: Hodnotiaca stupnica indexu bonity

Interpretácia hodnôt indexu bonity B	
B je menšie ako – 2	Finančná situácia podniku je extrémne zlá

⁴⁶ ZALAI, K. a kol. 2010. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 7. prep. a rozš. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2010. S. 138. ISBN 978-80-89393-15-2.

B je v intervale - 2 až - 1	finančná situácia podniku je veľmi zlá
B je v intervale -1 až 0	Finančná situácia podniku je zlá
B je v intervale 0 až 1	Podnik má určité problémy
B je v intervale 1 až 2	Finančná situácia podniku je dobrá
B je v intervale 2 až 3	Finančná situácia podniku je veľmi dobrá
B je väčšie ako 3	Finančná situácia podniku je extrémne dobrá

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka č. 20: Vývoj indexu bonity v spoločnosti TMR, a.s.

Index bonity	Ukazovateľ	2010	2011	2012
x1	CF/cudzí kapitál	0,00423608	0,41990466	0,36188216
x2	celkový kapitál/cudzí kapitál	11,72707556	9,28849563	8,79369812
x3	zisk pred zdanením/celkový kapitál	0,04094046	0,03777800	0,02436462
x4	zisk pred zdanením/celkové výkony	0,64156863	0,33514533	0,18763488
x5	zásoby/aktíva spolu	0,00206866	0,00302963	0,00489819
x6	celkové výkony/celkový kapitál	0,06381307	0,11272124	0,12985122
B	Suma	4,57	3,44	2,44

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe výsledkov o finančnej situácii podniku dosiahnutých pomocou metódy indexu bonity môžeme konštatovať, že v rokoch 2010 a 2011 bola finančná situácia podniku extrémne dobrá. Opäť však túto skutočnosť kazí fakt, že index bonity spoločnosti medziročne klesá ať v roku 2012 dosiahne hodnotu 2,44, ktorá už patrí do iného stupňa hodnotiacej stupnice – finančná situácia je veľmi dobrá. Viac ako výsledok je znepokojujúci klesajúci trend, ktorý môže byť predzvesťou zhoršujúcej sa finančnej situácie podniku. Hlavným faktorom znižovania hodnoty indexu bonity je zhoršujúca sa rentabilita tržieb, ktorá medziročne klesá o 44-48 percentuálnych bodov. Tento prudký pokles je predovšetkým výsledkom prudkého medziročného nárastu tržieb. Ďalším negatívnym faktorom je klesajúca rentabilita celkového kapitálu, ktorá v roku 2012 medziročne klesla o 36 percentuálnych bodov, v dôsledku neustáleho zvyšovania hodnoty majetku.

Vychádzajúc z výsledkov predikčnej analýzy môžeme skonštatovať, že finančno-ekonomická situácia spoločnosti je v súčasnosti veľmi dobrá, ale jej vývoj za posledné roky môže vyvolať rôzne pochybnosti. Na druhej strane, ak sa pozrieme bližšie na jednotlivé ukazovatele a faktory negatívnych prognóz zistíme, že niektoré nepriaznivé signály vznikajú hlavne v dôsledku ďalšieho rozvoja a napredovania spoločnosti, nakoľko väčšinou ide o zvýšenie hodnoty majetku, či realizovaných výkonov. Preto pri

interpretovaní jednotlivých výsledkov by sme mali brať ohľad na jednotlivé ukazovatele a faktory, ktoré ich ovplyvňujú.

4.4 Finančný plán spoločnosti TMR, a.s.

Pri zostavovaní finančného plánu spoločnosti TMR, a.s. sme vychádzali z vopred stanovených finančných cieľov spoločnosti, z dosiahnutých finančných výsledkov ale aj z očakávaného makroekonomického vývoja v nasledujúcom období. Finančný plán je pre účely tejto diplomovej práce tvorený: plánom zisku, plánovou finančnou bilanciou a plánom cash flow.

4.4.1 Plán zisku

Tvorba plánu zisku je v podnikoch opodstatnená nevyhnutnou potrebou poznania predpokladaných výsledkov hospodárenia ako rozdielu medzi plánovanými výnosmi a nákladmi. Pri zostavovaní plánu výsledku hospodárenia na roky 2013 a 2017 sme najprv naplánovali predpokladané výnosy z hospodárskej a finančnej činnosti v danom období, potom k nim prislúchajúce náklady a ich rozdielom sme dostali jednotlivé výsledky hospodárenia za plánované obdobie. S nákladmi, výnosmi a z nich vychádzajúcim výsledkom hospodárenia z mimoriadnej činnosti nepočítame v sledovanom období, nakoľko ani doteraz v spoločnosti neboli vykázané žiadne mimoriadne položky. Po vyčíslení výsledkov hospodárenia z hospodárskej a finančnej činnosti získame celkový hospodársky výsledok za jednotlivé roky dlhodobého finančného plánu pred zdanením. V prípade spoločnosti TMR, a.s. predpokladáme každoročne kladný výsledok hospodárenia, t.j. zisk.

Celkovo môžeme považovať plán výnosov a nákladov na prevádzkovú činnosť za pozitívny a predpokladáme, že tieto skutočnosti budú viesť k posilneniu postavenia spoločnosti na trhu a k rastu jeho podielu. Pri výnosoch a nákladoch z finančnej činnosti spoločnosti sa však celková situácia v oblasti hospodárenia spoločnosti mení. Spoločnosť sa v roku 2013 rozhodla pre emitovanie dlhopisov vo výške 180 mil. EUR a zníženie ZI o 70 percentuálnych bodov, čo pochopiteľne bude viesť k zvýšeniu ročného úrokového zaťaženia spoločnosti (nakoľko ide o kupónové obligácie) o približne 12,24 mil. EUR ročne.⁴⁷ Tieto náklady sa nám premietnu do finančných nákladov už v roku 2014 a budeme musieť s nimi počítať aj v ostatných rokoch dlhodobého finančného plánu. Z tohto dôvodu predpokladáme medziročný pokles výsledku hospodárenia z finančnej činnosti už v roku

⁴⁷ Ako-investovat.sk: TMR – zníženie základného imania a emisia dlhopisov [online] [cit. 2014.02.15]. Dostupné z: <<http://ako-investovat.sk/clanok/514/tmr-znizenie-zakladneho-imania-a-emisia-dlhopisov>>

2014 o približne 12 mil. EUR v porovnaní s rokom 2013. Pri prognóze VH z finančnej činnosti počítame s tým, že od roku 2014 až do 2017 bude spoločnosť vykazovať negatívny výsledok hospodárenia, teda stratu. Táto strata by sa však vďaka ostatnej finančnej činnosti mala postupne znižovať.

Po spočítaní výsledku hospodárenia z prevádzkovej a finančnej činnosti preto z vyššie uvedených dôvodov predpokladáme od roku 2014 pravidelný nárast výsledku hospodárenia z bežnej činnosti (a nakoľko nepredpokladáme žiadne výnosy ani náklady z mimoriadnej činnosti tak aj nárast celkového VH pred zdanením). Najväčší vplyv na zmenu výsledku hospodárenia v jednotlivých plánovaných rokoch má výsledok hospodárenia z finančnej činnosti, vplyvom ktorého sa v roku 2014 zníži VH z bežnej činnosti až o 75%. Po roku 2014 predpokladáme zníženie straty z finančnej činnosti a spolu s nárastom zisku z prevádzkovej činnosti aj nárast celkového výsledku hospodárenia.

Plánované tržby, výsledky hospodárenia podľa jednotlivých činností, plán dividend a jednotlivé rentability tržieb uvádzame v nasledujúcej tabuľke.

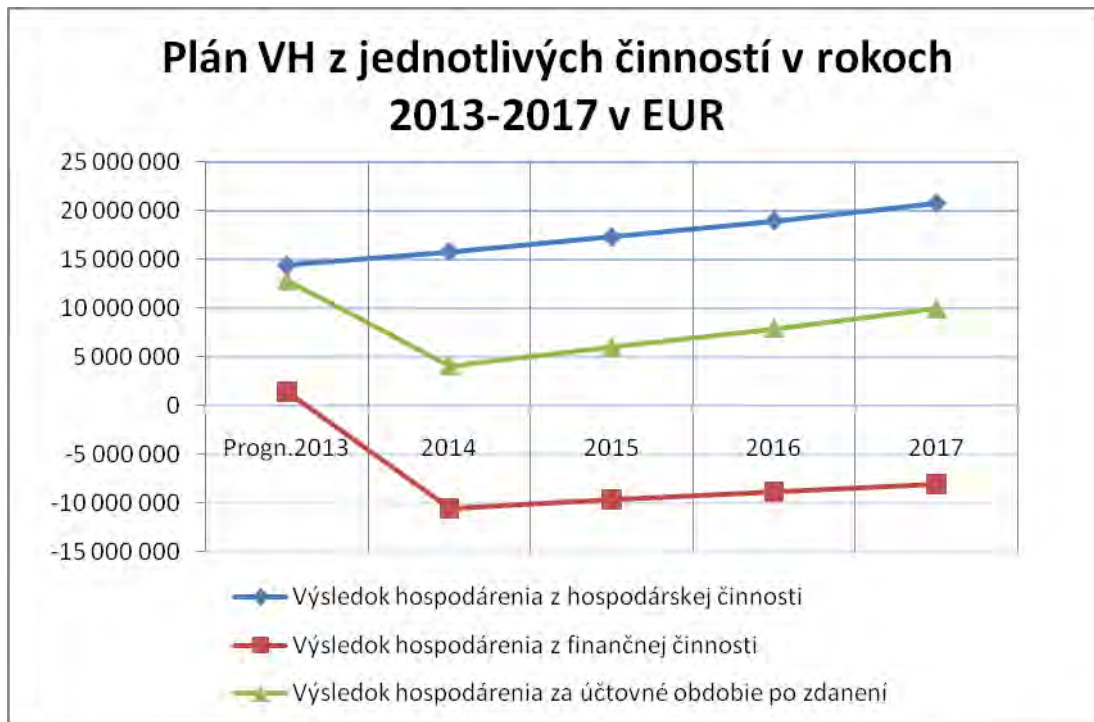
Tabuľka č. 21: Plán zisku

Názov	2013	2014	2015	2016	2017
	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Tržby z predaja tovaru	3 037 644	3 329 258	3 648 867	3 999 158	4 383 078
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	51 000 000	55 896 000	61 262 016	67 143 170	73 588 914
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	14 389 416	15 770 800	17 284 796	18 944 137	20 762 774
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	1 440 134	-10 559 866	-9 634 914	-8 790 980	-8 020 967
Daň z príjmov z bežnej činnosti 22%	2 980 094	1 146 405	1 682 974	2 233 695	2 803 198
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	15 829 550	5 210 934	7 649 883	10 153 157	12 741 807
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	12 849 456	4 064 529	5 966 908	7 919 462	9 938 609
Medziročná zmena	0	0,316	1,468	1,327	1,255
Dividendy	0	0	0	0	0
Nerozdelený zisk – ročný	12 849 456	4 064 529	5 966 908	7 919 462	9 938 609
Rentabilita tržieb	23,78%	6,86%	9,19%	11,13%	12,75%

Zdroj: vlastné spracovanie

Plánovaný vývoj výsledku hospodárenia v rokoch 2013 až 2017 sme znázornili v nasledujúcom grafe:

Graf č. 3: Plán VH z jednotlivých činností v rokoch 2013 až 2017 v EUR



Zdroj: vlastné spracovanie

Z predlož eného grafu je zrejmé, že plánovaný výsledok hospodárenia bude hlavne v roku 2014 silno poznačený zvýšenými nákladmi z finančnej činnosti. Výsledky hospodárenia v ostatných rokoch by mali rovnomerne rásť, no aj napriek tomu prognózujeme stratu z finančnej činnosti spoločnosti. Nepredpokladáme, že by zmena v kapitálovej štruktúre negatívne ovplyvnila výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti, ktorý by podľa našich plánov mal v spoločnosti TMR, a.s. medziročne rásť.

4.4.2 Plánová finančná bilancia

Druhou časťou nami zostavovaného finančného plánu spoločnosti TMR, a.s. je plánová finančná bilancia. Plán finančnej súvahy je nevyhnutným predpokladom pre vyčíslenie hodnoty majetku a rôznych foriem krytia ku koncu účtovných období za jednotlivé roky plánovaného obdobia.

Pri zostavovaní finančnej bilancie na obdobie rokov 2013 až 2017 sme už vychádzali z aktuálnych informácií o zmenách v kapitálovej štruktúre spoločnosti. Z tohto dôvodu nastáva oproti údajom do roku 2012 veľká zmena pomeru vlastných a cudzích zdrojov financovania spoločnosti.

Pri projektovaní jednotlivých zložiek aktív rátame oproti obdobiu 2010-2012 so značným poklesom investičných aktivít a len s miernym rastom hodnoty neobeťného

majetku. Plán obeťného majetku je úzko spätý s predpokladaným vývojom tržieb z predaja vlastných výrobkov a služieb, ktoré by mali aj v dôsledku dokončenia jednotlivých investičných projektov a zvyšovaním popularity ponúkaných služieb rásť.

Plánovú finančnú bilanciu, jednotlivé syntetické položky aktív a zdrojov krytia majetku spoločnosti TMR, a.s. za obdobie 2013-2017 uvádzame v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č. 22: Plánová finančná bilancia

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Dlhodobý majetok	278 602 083	289 746 167	301 336 013	313 389 454	325 925 032
Dlhodobý nehmotný majetok	2 019 490	2 100 270	2 184 280	2 271 652	2 362 518
Dlhodobý hmotný majetok	204 065 273	212 227 884	220 716 999	229 545 679	238 727 506
Dlhodobý finančný majetok	72 517 320	75 418 013	78 434 734	81 572 123	84 835 008
Krátkodobý majetok	32 583 411	33 886 748	35 242 218	36 651 907	38 117 983
Zásoby	1 921 120	1 997 966	2 077 885	2 161 000	2 247 440
Dlhodobé pohľadávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohľadávky	25 797 434	26 829 331	27 902 504	29 018 605	30 179 349
Pohľadávky spolu	25 797 434	26 829 331	27 902 504	29 018 605	30 179 349
Finančné účty	4 864 857	5 059 451	5 261 829	5 472 302	5 691 194
Časové rozlíšenie	1 637 524	1 703 025	1 771 146	1 841 991	1 915 671
SPOLU MAJETOK	312 823 018	325 335 939	338 349 377	351 883 352	365 958 686
Vlastné imanie	97 444 872	114 192 123	122 824 337	133 704 219	146 971 849
Základné imanie	47 337 534	47 337 534	47 337 534	47 337 534	47 337 534
Kapitálové fondy	31 134 419	56 109 543	60 542 801	59 937 373	59 337 999
Fondy tvorené zo zisku	3 877 263	4 500 217	4 976 994	16 541 300	28 354 973
VH minulých období	2 246 200	2 180 300	4 000 100	1 968 549	2 002 734
VH bežného účt. obd.	12 849 456	4 064 529	5 966 908	7 919 462	9 938 609
Záväzky	214 597 382	210 331 822	214 680 566	217 300 880	218 073 453
Rezervy	327 336	340 429	354 046	368 208	382 937
Dlhodobé záväzky	185 961 427	184 101 813	182 260 795	184 083 403	184 267 486
Krátkodobé záväzky	14 755 351	10 450 411	10 868 427	11 303 165	11 755 291
Záväzky suma	200 716 778	194 552 224	193 129 222	195 386 567	196 022 777
Bankové úvery	13 553 268	15 439 169	21 197 297	21 546 105	21 667 740
Časové rozlíšenie	780 764	811 995	844 474	878 253	913 383
SPOLU VIA ZÁVAZKY	312 823 018	325 335 939	338 349 377	351 883 352	365 958 686

Zdroj: vlastné spracovanie

4.4.3 Plán Cash flow

Poslednou časťou finančného plánu spoločnosti TMR, a.s. pre účely tejto diplomovej práce je plán cash flow. Ten nám ponúka skutočný obraz o predpokladanom toku peňažných prostriedkov z a do podniku. V našom prípade sme plán cash flow vyčíslili z troch základných činností, ktoré najviac ovplyvňujú tok peňazí v spoločnosti TMR, a.s. Sú to CF z prevádzkovej, investičnej a finančnej činnosti. Plánovaný cash flow zostavený nepriamou metódou, t.j. vychádzajúci z čistého zisku na roky 2013-2017 uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 23: Plán Cash flow

Plán CF					
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Zisk po zdanení	12849456	4 064 529	5 966 908	7 919 462	9 938 609
Odpisy	6409319	8 214 542	7 804 620	7 415 964	7 045 919
Zmena ČPK	-4659871	-4 934 689	-230 088	-232 388	-234 712
CF z prev. Činnosti	14 598 904	7 344 382	13 541 441	15 103 037	16 749 816
Investičné výdavky	1965000	1 765 450	1 556 000	1 980 500	2 300 450
Finančné investície	3087914	2 500 460	4 780 600	5 246 040	5 780 690
CF z prev. a invest. činnosti	9 545 990	3 078 472	7 204 841	7 876 497	8 668 676
Splátky úverov	1 670 800	250 000	450 000	500 000	550 000
Nové úvery	125 600	1 885 901	5 758 128	348 808	121 635
Dividendy	0	0	0	0	0
CF	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	8 240 311

Zdroj: vlastné spracovanie

4.5 Výpočet nákladov kapitálu

Pre stanovenie hodnoty podniku výnosovými metódami je nevyhnutné určiť náklady kapitálu, ktoré sme pre potreby tejto diplomovej práce stanovili na úrovni vážených aritmetických nákladov vlastného a cudzieho kapitálu (WACC), kde ako váhy boli použité jednotlivé podiely kapitálu na celkovom kapitále.

4.5.1 Náklady cudzieho kapitálu

Prvým krokom pre výpočet parametrov vzorca WACC je výpočet nákladov na cudzí kapitál. Náklady cudzieho kapitálu sme vypočítali ako podiel nákladových úrokov a celkového úročeného cudzieho kapitálu. Na základe informácií z výročnej správy spoločnosti TMR, a.s. za celkový úročený cudzí kapitál považujeme krátkodobé a dlhodobé bankové úvery. Prehľad celkových bankových úverov, nákladových úrokov a nákladov na úročený cudzí kapitál uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 24: Náklady úročeného cudzieho kapitálu

Názov	2010	2011	2012	Priemer
	v €	v €	v €	2010-2012
Bankové úvery	14 154 717	17 907 489	15 210 260	15 757 489
Nákladové úroky	444 799	514 738	532 686	497 408
NCK v %	3,14	2,87	3,50	3,17

Zdroj: vlastné spracovanie

Na základe údajov v predchádzajúcej tabuľke sú priemerné náklady na cudzí kapitál vo výške 3,17%.

4.5.2 Náklady vlastného kapitálu

Pre výpočet nákladov vlastného kapitálu sme použili metódy:

- CAPM so znalosťou beta koeficientu pri nulovom a existujúcom zadlžení
- CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika
- Komplexnú stavebnicovú metódu
- Model priemernej rentability
- Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu

CAPM so znalosťou beta koeficientu pri nulovom a existujúcom zadlžení

Vstupné údaje pre výpočet nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM so znalosťou beta koeficientu pri nulovom a existujúcom zadlžení uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 25: Vstupné údaje pre výpočet nákladov na VK metódou CAPM

Vlastné imanie 2011	265 728 517 €
Vlastné imanie 2012	265 932 323 €
Cudzí kapitál 2011	32 640 162 €
Cudzí kapitál 2012	34 575 233 €
Cudzí úročený kapitál 2012	15 210 260 €
Cudzí úročený a vlastný kapitál 2012	281 142 583 €
Sadzba dane	19 %
Trhové riziko krajiny 2012 ⁴⁸	7,3 %
Priemerný výnos štátnych dlhopisov ⁴⁹	4,20 %
Sektorový koeficient beta ⁵⁰	0,8376 %
Nákladové úroky 2012	532 686 €
Systematické trhové riziko (nezadlž. podniku)	0,7618 %

⁴⁸ Prémia za riziko určená pre Slovenskú republiku podľa www.damodaran.com

⁴⁹ Na základe výnosov do splatnosti z 10 ročných vládnych dlhopisov z www.ardal.sk

⁵⁰ Sektorová beta určená podľa www.damodaran.com

Systematické trhové riziko (zadlž. podniku)	0,84202 %
Náklady VK metódou CAPM ⁵¹	6,81%

Zdroj: vlastné spracovanie

$$N_{VK} = 4,20 + 0,84202(7,3-4,2)$$

$$N_{VK} = 6,81\%$$

CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika

Potrebné údaje pre určenie nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika sú zhrnuté v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 26: Vstupné údaje pre výpočet nákladov na VK metódou CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika

Vlastné imanie 2012	265 932 323 €
Cudzí kapitál 2012	34 575 233 €
Pomer CK/VK	13%
Trhové riziko krajiny 2012 ⁵²	7,3 %
Priemerný výnos štátnych dlhopisov ⁵³	4,20 %
Trhový koeficient beta	1

Zdroj: vlastné spracovanie

Vzhľadom na citlivosť odvetvia v ktorom podnik pôsobí na výkyvy konjunktúry, slabú teritoriálnu diverzifikáciu a vysoký podiel fixného majetku a fixných nákladov by mala byť riziková úprava koeficientu beta okolo +0,25. Túto skutočnosť však pozitívne ovplyvňuje veľkosť podniku, slabá konkurencia v regióne a narastajúce tržby a výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti. Z tohto dôvodu sme sa rozhodli koeficient rizikovej úpravy beta koeficientu z dôvodu prevádzkového rizika upraviť o -0,25.

Pomer cudzieho a vlastného kapitálu je na úrovni 13%, ktorý pri stanovení základnej úrovne zadlženia na 40% (kedy je riziková úprava koeficientu beta 0) pôsobí úpravu beta koeficientu v dôsledku finančného rizika o -0,135 (100% = 0,5).

Na základe týchto informácií potom koeficient beta bude mať hodnotu:

$$B = 1 + (-0,25) + (-0,135) = 0,615$$

⁵¹ $E(r_i) = r_f + B_i [E(r_m) - r_f]$

⁵² Prémia za riziko určená pre Slovenskú republiku podľa www.damodaran.com

⁵³ Na základe výnosov do splatnosti z 10 ročných vládnych dlhopisov z www.ardal.sk

Náklady vlastného kapitálu pri danej úrovni koeficientu beta sú vo výške:

$$N_{vk} = 4,2 + 0,615 * 7,3 = 8,69\%$$

Komplexná stavebnicová metóda

Z pohľadu premietnutia rizika do nákladov vlastného kapitálu je komplexná stavebnicová metóda považovaná za jednu z najpresnejších a najspoľahlivejších metód. Z tohto dôvodu sme sa aj napriek jej prácnosti rozhodli o jej využitie pri určení nákladov vlastného kapitálu spoločnosti TMR, a.s. Tieto náklady budú v zmysle tejto metódy stanovené súčtom bezrizikovej úrokovej miery a prirátok za obchodné a finančné riziko. Bezrizikovú úrokovú mieru a teda aj dolnú hranicu nákladov vlastného kapitálu určíme, obdobne ako pri modeli CAPM, na úrovni priemerného výnosu zo štátnych dlhopisov ku dňu ocenenia (4,20% k 31.10.2012). Hornú hranicu nákladov vlastného kapitálu na úrovni 30%. Stupnicu jednotlivých rizikových prirátok rozdelíme na 4 stupne od nízkeho rizika (1) až po najvyššie riziko (4). Na základe týchto informácií sme určili koeficient a nasledovne:

$$a = \sqrt[4]{\frac{30}{4,2}} = 1,635$$

Vychádzajúc z predchádzajúceho výpočtu môžeme určiť hodnotu pre každý stupeň rizika podľa vzťahu a^x , kde a je konštanta a x predstavuje stupeň rizika. Komplexná stavebnicová metóda zohľadňuje pri výpočte veľké množstvo rôznych faktorov z oblasti obchodného a finančného rizika s rozličnými váhami a dôležitosťou. Z tohto dôvodu je potrebné vyčíslit' výšku rizikovej prirátky na jeden faktor s váhou 1. Výpočet koeficientu rizikovej prirátky $Z = (a^x - 1)$, jednotlivých rizikových prirátok pre každý stupeň rizika na 1 faktor s váhou 1 a vätný počet kritérií n uvádzame v nasledujúcich tabuľkách:

Tabuľka č. 27: Počet faktorov rizika po zohľadnení váh jednotlivých kritérií

	Počet kritérií	Váha	Počet * váha
Obchodné riziko	18		0
I. Riziká odboru	4	1	4
II. Riziká trhu	2	1	2
III. Riziká konkurencie	5	1	5
IV. Riziká manažmentu	5	1	5

V. Riziká prevádzky	3	1	3
VI. Ostatné riziká	4	1	4
Finančné riziko	4	1,2	4,8
Počet kritérií - n	27		27,8

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka č. 28: Výpočet rizikových prirátok pre jednotlivé stupne rizika na 1 faktor s váhou 1

Stupeň rizika - X	a^x	$z = (a - 1)$	RP pre 1 faktor $z * rf/n$
Nízky - 1	1,635	0,635	0,096
Priemerný - 2	2,673	1,673	0,253
Zvýšený - 3	4,371	3,371	0,509
Vysoký - 4	7,146	6,146	0,929

Zdroj: vlastné spracovanie

Po určení váh jednotlivých rizikových faktorov a rizikových prirátok pre rôzne stupne rizika na jednotku váhy môžeme stanoviť konkrétnu prirátku za riziko pre jednotlivé kritériá obchodného a finančného rizika. V nasledujúcich tabuľkách uvádzame výpočty rizikových prirátok pre určité druhy faktorov.

a.) obchodné riziko – riziká oboru

Do výpočtu rizikovej prirátky oboru (príloha č. 5) sme zahrnuli 4 faktory: dynamiku oboru, závislosť oboru na hospodárskom cykle, potenciál inovácií v obore, určovanie trendov v obore.

Tabuľka č. 29: Riziková prirátka oboru

I. Riziká oboru	RP pre 1 faktor $z * rf/n$ v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	2	1	2	0,192
Primerné	0,253	1	1	1	0,253
Zvýšené	0,509	1	1	1	0,509
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		4		4	0,954

Zdroj: vlastné spracovanie

b.) obchodné riziko – riziká trhu

Riziková prirátku trhu (príloha č. 6) sme stanovili vyhodnotením kapacity trhu (možnosti expanzie) a rizika dosahovania tržieb na úrovni 0,192%.

Tabuľka č. 30: Riziková prirátka trhu

II. Riziká trhu	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	2	1	2	0,192
Primerné	0,253	0	1	0	0,000
Zvýšené	0,509	0	1	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		2		2	0,192

Zdroj: vlastné spracovanie

c.) obchodné riziko – riziká z konkurencie

Sadzbú rizikovej prirátky za riziká z konkurencie (príloha č. 7) sme získali určením rizikovosti piatich faktorov: postavenie voči konkurencii, konkurencieschopnosť ponúkaných služieb, cena ponúkaných služieb, kvalita služieb, reklama a propagácia. Prirátka za riziko z konkurencie je vo výške 0,893%.

Tabuľka č. 31: Riziková prirátka konkurencie

III. Riziká konkurencie	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	4	1	4	0,384
Primerné	0,253	0	1	0	0,000
Zvýšené	0,509	1	1	1	0,509
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		5		5	0,893

Zdroj: vlastné spracovanie

d.) obchodné riziko – riziká manažmentu

Rizikovú prirátku za stav a kvalitu riadenia spoločnosti (príloha č. 8) sme určili stanovením rizikovosti troch faktorov: jasnosť vízie a stratégie, zastupiteľnosť kľúčových osobností a zložitost' organizačnej štruktúry.

Tabuľka č. 32: Riziková prirátka manažmentu

IV. Riziká manažmentu	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	1	1	1	0,096
Primerné	0,253	2	1	2	0,506
Zvýšené	0,509	0	1	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000

Súčet		3		3	0,602
--------------	--	----------	--	----------	--------------

Zdroj: vlastné spracovanie

e.) obchodné riziko – riziká prevádzky

Rizikovú prirátku prevádzky (príloha č. 9) sme stanovili vyhodnotením rizika 3 faktorov prevádzky: štruktúra poskytovaných služieb, náročnosť pracovnej sily, stabilita dodávateľov.

Tabuľka č. 33: Riziková prirátka prevádzky

V. Riziká prevádzky	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	2	1	2	0,192
Primerné	0,253	1	1	1	0,253
Zvýšené	0,509	0	1	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		3		3	0,445

Zdroj: vlastné spracovanie

f.) obchodné riziko – ostatné riziká

Do rizikovej prirátky „ostatné riziká“ (príloha č. 10) sme zahrnuli faktory: úroveň fixných nákladov, postavenie podnikov voči odberateľom a dodávateľom a bariéry vstupu do odvetvia.

Tabuľka č. 34: Riziková prirátka – ostatné riziká

VI. Ostatné riziká	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	3	1	3	0,288
Primerné	0,253	0	1	0	0,000
Zvýšené	0,509	1	1	1	0,509
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		4		4	0,797

Zdroj: vlastné spracovanie

g.) finančné riziko

Po vyčíslení rizikových prirátok pre jednotlivé faktory obchodného rizika sme sa snažili vyčísliť na základe 5 faktorov úroveň finančného rizika (príloha č. 11), ktoré je tiež súčasťou špecifického rizika. Pre vyhodnotenie prirátky za finančné riziko sme použili ukazovatele: finančná páka, krytie splátok úveru z CF, úrokové krytie, doba inkasa pohľadávok a likvidita.

Tabuľka č. 35: Riziková prirážka – finančné riziko

Finančné riziká	RP pre 1 faktor z^*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	4	1,2	4,8	0,460
Primerné	0,253	1	1,2	1,2	0,303
Zvýšené	0,509	0	1,2	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1,2	0	0,000
Súčet		5		6	0,764

Zdroj: vlastné spracovanie

Analýzou vybraných faktorov jednotlivých oblastí obchodného a finančného rizika sme dostali konkrétnu rizikovú prirážku v závislosti od druhu a stupňa rizika. Túto rizikovú prirážku budeme považovať za celkovú rizikovú prémie a po pripočítaní bezrizikovej úrokovej miery (v našom prípade hodnoty desaťročných vládnych dlhopisov) za náklad vlastného kapitálu stanoveného komplexnou stavebnicovou metódou.

Tabuľka č. 36: Náklady vlastného kapitálu komplexnou stavebnicovou metódou

Bezriziková úroková miera v %			4,20
I. Riziká odboru	0,954		
II. Riziká trhu	0,192		
III. Riziká konkurencie	0,893		
IV. Riziká manažmentu	0,602		
V. Riziká prevádzky	0,445		
VI. Ostatné riziká	0,797		
Obchodné riziko		3,882	
Finančné riziko		0,764	
Riziková prémie celkom v %			4,65
Náklady vlastného kapitálu v %			8,85

Zdroj: vlastné spracovanie

Náklady vlastného kapitálu vypočítané komplexnou stavebnicovou metódou dosiahli úroveň 8,85%.

Model priemernej rentability

Ďalšou metódou pre výpočet nákladov vlastného kapitálu je model priemernej rentability. Najväčšou výhodou využitia tejto metódy je jednoduchá dostupnosť vstupných údajov. K stanoveniu hodnoty nákladov vlastného kapitálu touto metódou je potrebné

získať informácie o rentabilite vlastného kapitálu za posledných 3-5 rokov. Výsledok a údaje k stanoveniu výšky nákladov VK uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 37: Rentabilita vlastného kapitálu za jednotlivé roky

UKAZOVATEĽ	m.j.	2010	2011	2012	Priemer 2010-2012
ROE	%	3,61	3,23	2,40	3,08

Zdroj: vlastné spracovanie

Nevýhodou tejto metódy je regulovanie účtovnej rentability pomocou optimalizácie zisku tvorbou a rozpúšťaním tichých rezerv. Rentabilita podnikov v podmienkach Slovenskej republiky je relatívne na veľmi nízkej úrovni, preto využitie a akceptácia týchto výsledkov je na rozhodnutí kvalifikovaného ohodnocovateľa.

Odvodenie nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu

Poslednou metódou použitou pre výpočet nákladov vlastného kapitálu v našej diplomovej práci je určenie nákladov vlastného kapitálu odvodením z nákladov cudzieho kapitálu. Táto metóda je založená na skutočnosti, že náklady vlastného kapitálu sú vyššie ako náklady cudzieho kapitálu. Vzhľadom na vysoký podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále spoločnosti (88-90%) a neefektívnosť financovania vlastnými zdrojmi v tak vysokom pomere sme určili rozdiel medzi nákladmi vlastného a cudzieho kapitálu vo výške 3%.

Pri výpočte nákladov vlastného kapitálu odvodením z nákladov cudzieho kapitálu sme vychádzali z informácii o emisii obligácii, ktoré spoločnosť TMR, a.s. emitovala v roku 2013 za účelom výplaty akcionárov spoločnosti pri znížení základného imania. Spoločnosť emitovala dlhopisy v objeme 180 mil., s úrokom 6 a 10 percent. Predpokladané ročné úrokové náklady by mali dosiahnuť výšku 12,24 mil. €. ⁵⁴ V nasledujúcej tabuľke uvádzame údaje pre výpočet nákladov cudzieho kapitálu

Tabuľka č. 38: Náklady úročeného cudzieho kapitálu

Názov	Hodnota
Emisia dlhopisov	180 000 000 €
Nákladové úroky	12 240 000 €
Nck	6,80%
Nvk (Nck+3%)	9,80%

⁵⁴ Ako-investovat.sk: TMR – zníženie základného imania a emisia dlhopisov [online] [cit. 2014.02.15]. Dostupné z: <<http://ako-investovat.sk/clanok/514/tmr-znizenie-zakladneho-imania-a-emisia-dlhopisov>>

Zdroj: vlastné spracovanie

Metódou odvodu nákladov vlastného kapitálu z nákladov cudzieho kapitálu sme stanovili úroveň nákladov vlastného kapitálu vo výške 9,80%.

Zhrnutie nákladov vlastného kapitálu

V nasledujúcej tabuľke sme zhrnuli výšku nákladov vlastného kapitálu vyčíslených rôznymi metódami ich výpočtu, ktorým sme sa venovali v predchádzajúcej časti našej práce.

Tabuľka č. 39: Vyčíslenie nákladov vlastného kapitálu jednotlivými metódami

Metóda výpočtu Nvk	Výška Nvk 2012
CAPM 1	6,81%
CAPM 2	8,69%
Komplexný stavebnicový model	8,85%
Model priemernej ROE	3,08%
Odvodenie z Nck	9,80%
Priemer	7,45%

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že najnižšiu hodnotu nákladov vlastného kapitálu sme vyčíslili metódou priemernej rentability vlastného kapitálu. Na nevýhody a úroveň objektívnej vypovedacej schopnosti tohto modelu upozorňujú viacerí autori, ktorí argumentujú možnosťou ovplyvňovania výsledkov rôznymi úpravami v účtovníctve spoločnosti a objektivizáciou výsledku hospodárenia. Dôvodom nízkych nákladov vlastného kapitálu vyčíslených touto metódou je aj vysoký pomer vlastných zdrojov financovania do roku 2012. Naopak najvyššiu hodnotu nákladov vlastného kapitálu sme dosiahli pri odvodení nákladov vlastného kapitálu od nákladov cudzieho kapitálu, kedy sme pri výpočte nákladov cudzieho kapitálu vychádzali z nákladových úrokov, ktoré sú spojené s emisiou dlhopisov..

4.5.3 Určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále

Prvým krokom pre určenie váh jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále je rozdelenie nákladov na časť, z ktorých sa platia a neplatia úroky. V nasledujúcej tabuľke uvádzame štruktúru vlastného a cudzieho úročeného kapitálu v spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012.

Tabuľka č. 40: Štruktúra vlastného a cudzieho úročeného kapitálu v spoločnosti TMR, a.s.

Druh kapitálu	Hodnota	Podiel
Vlastné imanie 2012	265 932 323 €	94,59%
Cudzí kapitál 2012	34 575 233 €	0,00%
Cudzí úročený kapitál 2012	15 210 260 €	5,41%
Cudzí úročený a vlastný kapitál 2012	281 142 583 €	100,00%

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že váhy vlastného a cudzieho úročeného kapitálu pri výpočte vážených priemerných nákladov kapitálu budú vo výške 0,9459 a 0,0541.

4.5.4 Prepočet priemerných vážených nákladov kapitálu – WACC

Po zadefinovaní jednotlivých parametrov pre výpočet vážených priemerných nákladov kapitálu je posledným krokom výpočtu WACC samotný prepočet týchto nákladov. V prvom kroku je potrebné určiť priemerné náklady na všetky druhy kapitálu, následne ich dosadiť do rovnice WACC. Pre prehľadnosť výsledky uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 41: Prepočet WACC pri rôznych Nvk za rok 2012

Metóda výpočtu Nvk	Výška Nvk 2012	Nck 2012	Sadzba dane	Váha VK	Váha CúK	WACC 2012
CAPM 1	6,81%	3,50%	19,00%	0,9459	0,0541	0,0659
CAPM 2	8,69%	3,50%	19,00%	0,9459	0,0541	0,0837
Komplexný stavebnicový model	8,85%	3,50%	19,00%	0,9459	0,0541	0,0852
Model priemernej ROE	3,08%	3,50%	19,00%	0,9459	0,0541	0,0307
Odvodenie z Nck	9,80%	3,50%	19,00%	0,9459	0,0541	0,0942
Priemer	7,45%	3,50%	19,00%	0,9459	0,0541	0,0720

Zdroj: vlastné spracovanie

4.6 Stanovenie všeobecnej hodnoty spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012

V predchádzajúcej kapitole sme pre výpočet všeobecnej hodnoty podniku TMR, a.s. k 31.10.2012 určili mieru kapitalizácie pri použití rôznych modelov výpočtu nákladov vlastného kapitálu. V nasledujúcej časti, pred samotným stanovením všeobecnej hodnoty spoločnosti je potrebné určiť výšku odčerpateľných zdrojov a udržateľnej miery rastu – g.

Hodnotu odčerpateľných zdrojov sme stanovili na úrovni voľných peňažných tokov pre vlastníkov i veriteľov, ktoré vychádzajú z ukazovateľa EBIT (zisk pred zdanením

a úrokmi). EBIT následne upravíme o výšku nákladových úrokov, dane z príjmu, odpisov, zmeny pracovného kapitálu, investičných výdavkov a splátok úverov. Výpočet odčerpateľných zdrojov za jednotlivé roky uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 42: Výpočet odčerpateľných zdrojov 2013-2017

Plán CF					
Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Zisk po zdanení	12849456	4 064 529	5 966 908	7 919 462	9 938 609
Odpisy	6409319	8 214 542	7 804 620	7 415 964	7 045 919
Zmena ČPK	-4659871	-4 934 689	-230 088	-232 388	-234 712
CF z prev. Činnosti	14 598 904	7 344 382	13 541 441	15 103 037	16 749 816
Investičné výdavky	1965000	1 765 450	1 556 000	1 980 500	2 300 450
Finančné investície	3087914	2 500 460	4 780 600	5 246 040	5 780 690
CF z prev. a invest. činnosti	9 545 990	3 078 472	7 204 841	7 876 497	8 668 676
Splátky úverov	1 670 800	250 000	450 000	500 000	550 000
Nové úvery	125 600	1 885 901	5 758 128	348 808	121 635
CF – Odčerpateľné zdroje	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	8 240 311

Zdroj: vlastné spracovanie

Výšku trvalo udržateľnej miery rastu g určíme ako súčin priemernej rentability vlastného kapitálu a aktivačného pomeru. Údaje pre výpočet miery rastu g a hodnotu g sme zobrazili v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 43: Výpočet trvalo udržateľnej miery rastu – g

Položka	Hodnota
Čistý zisk	6 373 417 €
Nerozdelený zisk	3 621 556 €
Aktivačný pomer	0,5682
Priemerné ROE	0,0308
Miera rastu - g	0,0175

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky vyplýva, že mieru trvalo udržateľného rastu – g sme určili vo výške 1,75%. Teraz môžeme pristúpiť k samotnému stanovaniu všeobecnej hodnoty spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012. Pre väčšiu prehľadnosť sme jednotlivé výsledky pri použití rôznych mier kapitalizácie uviedli v nasledujúcich tabuľkách:

Tabuľka č. 44: Výpočet VŠH podniku s použitím CAPM 1 na výpočet Nvk

CAPM 1	2013	2014	2015	2016	SH OZ	SH PH
Odčerpateľné zdroje v €	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	32 953 437	8 240 311
Odúročiteľ	1,0659	1,1361	1,2110	1,2908	-	0,0625
SH OZ a PH v €	7 506 136	4 149 455	10 332 632	5 984 802	27 973 025	131 896 236
VŠH podniku k 31.10.2012 v €	159 869 261					

Zdroj: vlastné spracovanie

Všeobecná hodnota podniku k 31.10.2012 pri miere kapitalizácie 6,59% je vo výške 159 869 261,-€. Pri výpočte nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM so znalosťou beta koeficientu pri nulovom a existujúcom zadĺžení sa do miery kapitalizácie nedostane prirátka za špecifické riziko.

Pri stanovení miery kapitalizácie na úrovni 8,37%, ktoré zahŕňa náklady na vlastný kapitál vypočítané metódou CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika je VŠH podniku TMR, a.s. k 31.10.2012 vo výške 117 080 529,-€.

Tabuľka č. 45: Výpočet VŠH podniku s použitím CAPM 2 na výpočet Nvk

CAPM 2	2013	2014	2015	2016	SH OZ	SH PH
Odčerpateľné zdroje v €	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	32 953 437	8 240 311
Odúročiteľ	1,0837	1,1744	1,2727	1,3792	-	0,0913
SH OZ a PH v €	7 382 846	4 014 263	9 831 802	5 601 178	26 830 089	90 250 440
VŠH podniku k 31.10.2012 v €	117 080 529					

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri stanovení nákladov vlastného kapitálu komplexnou stavebnicovou metódou a miery kapitalizácie na úrovni 8,52% je hodnota spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012 vo výške 114 501 054,-€.

Tabuľka č. 46: Výpočet VŠH podniku s použitím komplexného stavebnicového modelu na výpočet Nvk

Stavebnicový model	2013	2014	2015	2016	SH OZ	SH PH
Odčerpateľné zdroje v €	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	32 953 437	8 240 311
Odúročiteľ	1,0852	1,1777	1,2780	1,3869	-	0,0939
SH OZ a PH v €	7 372 641	4 003 173	9 791 089	5 570 273	26 737 176	87 763 878
VŠH podniku k 31.10.2012 v €	114 501 054					

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri stanovení Nvk metódou priemernej rentability vlastného kapitálu a miery kapitalizácie na úrovni 3,07% je hodnota spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012 vo výške 583 620 247,-€.

Tabuľka č. 47: Výpočet VŠH podniku s použitím modelu priemernej ROE na výpočet Nvk

Model priemernej ROE	2013	2014	2015	2016	SH OZ	SH PH
Odčerpateľné zdroje v €	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	32 953 437	8 240 311
Odúročiteľ	1,0307	1,0623	1,0950	1,1286	-	0,0149
SH OZ a PH v €	7 762 482	4 437 715	11 427 824	6 845 206	30 473 226	553 147 021
VŠH podniku k 31.10.2012 v €	583 620 247					

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri odvodení nákladov vlastného kapitálu z nákladov na cudzí kapitál a určení miery kapitalizácie na úrovni 9,42 % je hodnota spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012 vo výške 101 138 551,-€.

Tabuľka č. 48: Výpočet VŠH podniku s odvodením Nvk z Nck

Odvodenie Nvk z Nck	2013	2014	2015	2016	SH OZ	SH PH
Odčerpateľné zdroje v €	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	32 953 437	8 240 311
Odúročiteľ	1,0942	1,1973	1,3101	1,4335	-	0,1099
SH OZ a PH v €	7 312 000	3 937 590	9 551 470	5 389 256	26 190 316	74 948 235
VŠH podniku k 31.10.2012 v €	101 138 551					

Zdroj: vlastné spracovanie

Pri určení nákladov vlastného kapitálu na úrovni priemeru predchádzajúcich metód výpočtu Nvk a stanovení miery kapitalizácie na úrovni 7,20 % je hodnota spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012 vo výške 142 062 884,-€.

Tabuľka č. 49: Výpočet VŠH podniku s použitím priemernej hodnoty Nvk z použitých metód na výpočet Nvk

Priemer použ. metód	2013	2014	2015	2016	SH OZ	SH PH
Odčerpateľné zdroje v €	8 000 790	4 714 373	12 512 969	7 725 305	32 953 437	8 240 311
Odúročiteľ	1,072	1,1492	1,2319	1,3206	-	0,0720
SH OZ a PH v €	7 463 424	4 102 366	10 157 247	5 849 739	27 572 775	114 490 109
VŠH podniku k 31.10.2012 v €	142 062 884					

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedených výsledkov je zrejмый výrazný vplyv miery kapitalizácie na všeobecnú hodnotu podniku, kedy zmenou len jedného parametra sa v niektorých prípadoch zmenila

hodnota podniku o viac než 5 násobok. V nasledujúcej časti našej práce sa zameriame na kvantifikáciu vplyvu jednotlivých parametrov miery kapitalizácie na všeobecnú hodnotu podniku.

4.7 Vplyv parametrov miery kapitalizácie na hodnotu podniku

V poslednej časti našej diplomovej práce sme sa zamerali na analýzu vplyvu miery kapitalizácie a jej parametrov na hodnotu spoločnosti TMR, a.s. Na základe výpočtov z predchádzajúcej podkapitoly našej práce je zrejmé, že i malá zmena miery kapitalizácie dokáže výrazne ovplyvniť výslednú hodnotu podniku. Metódou analýzy citlivosti sme sa snažili určiť vplyv jednotlivých parametrov miery kapitalizácie a jej na všeobecnú hodnotu podniku. Pre stanovenie hodnoty podniku sme si v tejto časti zvolili mieru kapitalizácie na úrovni 8,52% určenej metódou WACC, ktorej náklady vlastného kapitálu sme vypočítali prostredníctvom komplexnej stavebnicovej metódy. Postupnou zmenou jednotlivých parametrov miery kapitalizácie o plus mínus 10% sme určili VŠH pri konkrétnych zmenách týchto činiteľov. Následne sme tieto hodnoty porovnali s pôvodnou hodnotou podniku a vyčíslili percentuálnu zmenu (zníženie/zvýšenie) hodnoty podniku. Jednotlivé výsledky analýzy citlivosti uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 50: Vplyv zmien miery kapitalizácie a jej jednotlivých parametrov na hodnotu podniku

Analýza citlivosti	Parametre			Hodnota podniku				
	pôvodné	zvýšené o 10 %	znižené o 10 %	pôvodná	zvýšená	znižená	relatívna zmena	relatívna zmena
Miera kap.	8,52	9,37	7,67	114 501 054	101 798 297	130 842 714	-11,094	28,531
Náklady VK	8,85	9,74	7,97	114 501 054	101 931 284	130 404 582	-10,978	27,934
Náklady CK	3,50	3,85	3,15	114 501 054	114 165 717	114 669 465	-0,293	0,441
Váha CK	5,41	5,95	4,87	114 501 054	115 007 784	113 832 345	0,443	-1,022
Daň. Sadz.	19,00	20,90	17,10	114 501 054	114 517 873	114 333 139	0,015	-0,161

Zdroj: vlastné spracovanie

Z predchádzajúcej tabuľky vyplýva, že najväčší vplyv na všeobecnú hodnotu podniku TMR, a.s. majú zmeny nákladov vlastného kapitálu, v dôsledku ktorých sa pri 10% zvýšení Nvk zníži hodnota spoločnosti o 10,98% a naopak pri 10% znížení Nvk sa hodnota spoločnosti zvýši o 27,93%. Vplyv zmien Nck je v porovnaní so zmenou Nvk nepatrný, dôležité je však poznamenať, že sa pri zvyšovaní Nck takisto ako pri zvyšovaní Nvk znižuje VŠH podniku a naopak. Najmenší vplyv na celkovú všeobecnú hodnotu podniku má zmena daňovej sadzby, tá obdobne ako váha CK pri zvyšovaní týchto

parametrov má opačný efekt na hodnotu podniku ako zvyšovanie N_{vk} a N_{ck} , teda hodnota podniku rastie a naopak, pri poklese váh CK a daňovej sadzby hodnota spoločnosti klesá.

5 Diskusia

Základným cieľom predkladanej diplomovej práce bolo zistiť a analyzovať vplyv miery kapitalizácie na všeobecnú hodnotu podniku. Pre naplnenie tohto cieľa sme sa rozhodli o stanovenie hodnoty spoločnosti TMR, a.s. k 31.10.2012. Využitím rôznych spôsobov výpočtu nákladov vlastného kapitálu sme stanovili jednotlivé úrovne miery kapitalizácie použité pri diskontovaní voľných peňažných tokov pre akcionárov.

Všeobecné hodnoty podniku TMR, a.s. pri jednotlivých výškach nákladov na vlastný kapitál a rôznych mierach kapitalizácie k 31.10.2012 uvádzame v nasledujúcej tabuľke:

Tabuľka č. 51: Všeobecná hodnota podniku TMR, a.s. k 31.10.2012 v €

Metóda	Odúročiteľ v %	VŠH podniku k 31.10.2012 v €
CAPM 1	1,0659	159 869 261
CAPM 2	1,0837	117 080 529
Stavebnicový model	1,0852	114 501 054
Model priemernej ROE	1,0307	583 620 247
Odvodenie Nvk z Nck	1,0942	101 138 551
Priemer použitých metód	1,0720	142 062 884

Zdroj: vlastné spracovanie

Z uvedenej tabuľky je zrejmý obrovský vplyv miery kapitalizácie na VŠH podniku. Výšku jednotlivých nákladov vlastného kapitálu sme stanovili rôznymi metódami, ktoré sa navzájom odlišujú aj charakterom a rozsahom premietnutých pôsobiacich faktorov. Kým pri metóde CAPM sa v nákladoch vlastného kapitálu zohľadňuje len systematické riziko, tak napríklad komplexný stavebnicový model do Nvk zahŕňa aj prirátku za špecifické riziko. Je nevyhnutné poznamenať, že každá z metód si vyžaduje dôkladnú analýzu podniku a jeho okolia a jednotlivé výsledky sú ovplyvnené skúsenosťami, intuíciou a subjektívnym názorom ohodnocovateľa. Citlivosť výslednej hodnoty na zmenu jednotlivých parametrov miery kapitalizácie sme skúmali pri využití komplexnej stavebnicovej metódy. Analýzou citlivosti sme zistili ako sa zmení hodnota podniku pre vlastníkov pri zvýšení, resp. znížení jednotlivých parametrov miery kapitalizácie o 10%. Analyzované parametre môžeme podľa ich charakteru rozdeliť do dvoch skupín. Do prvej skupiny je možné zaradiť parametre, ktorých zníženie znižuje mieru kapitalizácie

a pozitívne vplýva na všeobecnú hodnotu podniku (náklady vlastného kapitálu a náklady cudzieho kapitálu). Druhú skupinu tvoria parametre pôsobiace inverzne tak na výslednú hodnotu podniku ako aj na mieru kapitalizácie. Pri ich poklese sa miera kapitalizácie zvyšuje a hodnota podniku klesá. V prípade spoločnosti TMR, a.s. môžeme medzi tieto parametre zaradiť podiel cudzieho úročeného kapitálu na celkovom kapitále (vlastného a cudzieho úročeného) a daňovú sadzbu.

Z výsledkov analýzy citlivosti vyplýva, že najväčší vplyv na mieru kapitalizácie a hodnotu spoločnosti má zmena nákladov vlastného kapitálu. Pri 10% znížení nákladov na vlastný kapitál sa hodnota spoločnosti zvýšila až o 32,83% a naopak pri zvýšení nákladov na vlastný kapitál o 10% sa hodnota spoločnosti znížila o 12,66%. Vplyv ostatných parametrov na hodnotu podniku je v porovnaní s nákladmi na vlastný kapitál nepatrný, čo je do veľkej miery zapríčinené aj kapitálovou štruktúrou spoločnosti a až 88 percentným financovaním z vlastných zdrojov. Aj z tohto dôvodu je potrebné klásť dôraz na čo najpresnejšie stanovenie nákladov na vlastný kapitál, čo vyplýva aj z komparácie jednotlivých všeobecných hodnôt spoločnosti pri využití rozličných metód na určenie nákladov na vlastný kapitál. Nakoľko cudzí úročný kapitál tvorí len necelých 12% celkového úročeného a vlastného kapitálu, je i vplyv zmeny nákladov na cudzí kapitál výrazne nižší ako vplyv zmien nákladov vlastného kapitálu. Miera zadlženia a daňová sadzba majú na hodnotu podniku opačný vplyv, ale v porovnaní s nákladmi vlastného kapitálu hodnotu spoločnosti TMR, a.s. ovplyvňujú len minimálne. Okrem výsledkov analýzy citlivosti, kedy sme skúmali stále len vplyv jedného faktora na hodnotu podniku je dôležité si uvedomiť dosah zmeny jedného faktora na druhý faktor. Napríklad zvýšenie zadlženosti podniku by malo negatívny vplyv na finančné riziko ovplyvňujúce náklady vlastného i cudzieho kapitálu spoločnosti.

Celkovo môžeme konštatovať, že i v dôsledku vysokého podielu vlastného (drahšieho) kapitálu je všeobecná hodnota podniku TMR, a.s. k 31.10.2012 pri využití komplexného stavebnicového modelu na výpočet výšky nákladov vlastného kapitálu vo výške 114 501 054,-€. Táto hodnota je v porovnaní s účtovnou hodnotou vlastného imania takmer 2,5 násobne nižšia.

Záver

Na všeobecnú hodnotu podniku v rôznej miere vplyva celý rad rozličných vonkajších a vnútorných faktorov. V predkladanej diplomovej práci sme sa zamerali na vymedzenie významu miery kapitalizácie v procese ohodnocovania podniku a kvantifikáciu jej vplyvu na všeobecnú hodnotu firmy.

Po teoretickom a legislatívnom vymedzení pojmu miery kapitalizácie a jej jednotlivých parametrov sme vo výsledkoch práce spracovali postup pre určenie všeobecnej hodnoty podniku TMR, a.s. k 31.10.2012 výnosovou metódou. Po dôslednej charakteristike spoločnosti TMR, a.s., makroekonomického prostredia a finančnej analýze spoločnosti sme zostavili finančný plán podniku, ktorý pozostáva z finančnej súvahy, výkazu ziskov a strát a z plánu cash flow na roky 2013-2017. Výšku odčerpateľných zdrojov sme určili na úrovni plánovaných peňažných tokov za jednotlivé roky 2013-2017. Samotnú mieru kapitalizácie sme stanovili na úrovni vážených nákladov kapitálu (WACC), pričom sme pri výpočte jednotlivých nákladov kapitálu použili rôznu úroveň nákladov vlastného kapitálu. Na základe týchto výsledkov sme dospeli k záveru, že i malá zmena miery kapitalizácie, resp. nákladov vlastného kapitálu, dokáže výrazne ovplyvniť hodnotu podniku.

Hlavným cieľom diplomovej práce bolo poukázať na vplyv miery kapitalizácie na výslednú hodnotu podniku. Tento cieľ sme naplnili v štvrtej časti našej práce, kde sme mieru vplyvu zmeny jednotlivých parametrov na hodnotu podniku vyjadrili pomocou analýzy citlivosti. V rámci nej sme postupne zvyšovali a znižovali jednotlivé parametre miery kapitalizácie o 10% a sledovali vplyv týchto zmien na celkovú hodnotu podniku. Z výsledkov analýzy citlivosti nám vyplýva, že najväčší vplyv na hodnotu spoločnosti majú náklady vlastného kapitálu, ktorých zmena vyvolá najväčšiu absolútnu aj relatívnu zmenu hodnoty podniku. Náklady cudzieho kapitálu, sadzba dane i pomer vlastného a cudzieho kapitálu ovplyvňujú hodnotu spoločnosti, ale v prípade podniku TMR, a.s. je ich vplyv v porovnaní s vplyvom zmeny nákladov vlastného kapitálu nepatrný.

Zoznam použitých literatúr

Knižné publikácie:

COPELAND. T – KOLLER. T. – MURIN. J.: *Valuation Measuring & Managing the Value of Companies*, Second Edition. New York: John Wiley & Sons, 1995. 576 s. ISBN 04-71086-27-4.

DAMODARAN, A.: *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York, USA: John Wiley & Sons, 1994. 232 s. ISBN 978-0-471-10897-9.

HRVOĽOVÁ. B a kolektív.: *Analýza finančných trhov*. 1. vyd. Bratislava: Sprint – vfra, 2006. 561 s. ISBN 80-89088-59-8.

HRVOĽOVÁ. B.: *Ceny a hodnoty akcií*. 1.vyd. Bratislava: EKONÓM, 2005. 118 s. ISBN 978-80-225-2747-7.

JAKUBEC. M – KARDOŠ. P. – KUBICA. M.: *Riadenie hodnoty podniku*. 1.vyd. Bratislava: Kartprint, 2005. 280 s. ISBN 80-88870—48-8.

KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.

KISLINGEROVÁ. E.: *Oceňování podniku*, 2. Přepřacované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER. T. – GOEDHART. M. – WESSELS. D.: *Valuation Measuring and managing value of Company*. Fourth edition, WILEY John Wiley & Sons, INC, 2010 768 s. 978-0-470-89361-6.

KRABEC. T.: *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1.vyd. Praha : Havlíčkův Brod, 2009. 261 s. ISBN 978-247-2865-0.

KRÁĽOVIČ. J. – VLACHYNSKÝ.K.: *Finančný manažment*. 3.vyd. Bratislava : Iura Edition, 2002. 468 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

MANDL, G. – RABEL, K.: *Unternehmensbewertung*. Veberrewter 1997, 455 s. ISBN 3-7064-0163-0.

MAŘÍK, M a kolektiv.: *Metody oceňování podniku*. 3.vyd. Praha : Ekopres, 2011. 494 s. . ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 203 s. ISBN 80-86119-09-2.

ROSS, S.A. – WESTERFIELD, D.: *Corporate Finance*. New York, USA: John Wiley & Sons, 1988, s. ISBN 0-07-712-115-5.

SCHNEIDER, D.: *Investition, Finanzierung und Besteuerung*. Wiesbaden: Gabler 1990, 901 s. ISBN 34-09137-50-5.

ZALAI, K. a kol.: *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 4. doplnené vyd. Bratislava: Elita s.r.o., 2006. 305 s. ISBN 80-88848-89-1.

ZALAI, K. a kol.: *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 7. prep. a rozš. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2010. 427 s. ISBN 978-80-89393-15-2.

Internetové zdroje:

<http://www.ardal.sk>

<http://www.statistics.sk>

<http://www.damodaran.com>

ako-investovat.sk: TMR – zníženie základného imania a emisia dlhopisov [online] [cit. 2014.02.15]. Dostupné z: <<http://ako-investovat.sk/clanok/514/tmr-znizenie-zakladneho-imania-a-emisia-dlhopisov>>

tmr.sk [online] [cit. 2013.11.31] Dostupné z <<http://www.tmr.sk/>>

Zákony, smernice:

International Valuation Standards 2007

Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku

Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 626/2007 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku

Prílohy

Príloha 1

Výpočet čistého pracovného kapitálu spoločnosti TMR, a.s. za roky 2010-2012

Príloha 2

Horizontálna a vertikálna analýza agregovaného výkazu ziskov a strát spoločnosti TMR, a.s. za roky 2010-2012

Príloha 3

Výkazy účtovnej závierky TMR, a.s. 2010-2011

Príloha 4

Výkazy účtovnej závierky TMR, a.s. 2010-2011

Príloha 5

Komplexná stavebnicová metóda - riziká oboru

Príloha 6

Komplexná stavebnicová metóda – riziká trhu

Príloha 7

Komplexná stavebnicová metóda – riziká z konkurencie

Príloha 8

Komplexná stavebnicová metóda – riziká manažmentu

Príloha 9

Komplexná stavebnicová metóda – riziká prevádzky

Príloha 10

Komplexná stavebnicová metóda – ostatné riziká

Príloha 11

Komplexná stavebnicová metóda – finančné riziko

$$\text{ČPK} = \text{vlastný} + \text{dlhodobý cudzí kapitál} - \text{neobežný majetok}$$

alebo

$$\text{ČPK} = \text{obežný majetok} - \text{krátkodobý cudzí kapitál}$$

V období 2010-2012 v spoločnosti TMR, a.s. bola výška krátkodobého majetku a krátkodobých záväzkov nasledovná:

Tabuľka č. 6: Čistý pracovný kapitál v TMR, a.s.

Obdobie	2010	2011	2012	Index vývoja 2011/2010	Index vývoja 2012/2011
	€	€	€		
KRÁTKODOBÝ MAJETOK	156 783 155	80 130 405	43 923 026	0,51	0,548
KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY	8 928 738	11 848 173	16 298 810	1,33	1,376
ROZDIEL	147 854 417	68 282 232	27 624 216	0,46	0,405
	<i>ČPK</i>	<i>ČPK</i>	<i>ČPK</i>		

Zdroj: vlastné spracovanie

Vertikálna a horizontálna analýza VZaS spoločnosti TMR, a.s. 2010-2012

	<i>objem v</i> € 2010	%	<i>objem v</i> € 2011	%	<i>objem v</i> € 2012	%	VÝVOJA 2011/2010	VÝVOJA 2012/2011
Tržby z predaja tovaru	895 132	4,89	1 109 516	3,30	1 831 206	4,72	1,24	1,650
Náklady vynalož. na obst. predaného tovaru	614 432	3,36	935 215	2,78	1 337 201	3,45	1,52	1,430
Obchodná marža	280 700	1,53	174 301	0,52	494 005	1,27	0,62	2,834
Výroba	18 353 173	100,25	33 632 487	100,09	39 021 273	100,55	1,83	1,160
Tržby z predaja vl. výrobkov a služieb	18 307 880	100,00	33 603 147	100,00	38 805 905	100,00	1,84	1,155
Zmena stavu vnútroorganizačných zásob	0	0,00	6	0,00	29	0,00		4,833
Výrobná spotreba	8 899 355	48,61	17 568 634	52,28	17 960 233	46,28	1,97	1,022
<i>Spotreba materiálu, energie...</i>	3 579 178	19,55	6 324 493	18,82	7 156 559	18,44	1,77	1,132
<i>Služby</i>	5 320 177	29,06	11 244 141	33,46	10 803 674	27,84	2,11	0,961
Pridaná hodnota	9 734 518	53,17	16 238 154	48,32	21 555 045	55,55	1,67	1,327
Osobné náklady	3 950 769	21,58	7 115 868	21,18	8 437 244	21,74	1,80	1,186
Dane a poplatky	86 657	0,47	140 779	0,42	190 299	0,49	1,62	1,352
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	2 936 706	16,04	4 892 818	14,56	5 939 968	15,31	1,67	1,214
VH z hospodárskej činnosti	4 043 741	22,09	6 930 743	20,63	7 975 990	20,55	1,71	1,151
Výnosové úroky	8 309 018	45,38	7 542 194	22,44	3 548 829	9,15	0,91	0,471
Nákladové úroky	444 799	2,43	514 738	1,53	532 686	1,37	1,16	1,035
Kurzové zisky	34	0,00	1 456	0,00	11 429	0,03	42,82	7,850
Kurzové straty	373	0,00	2 504	0,01	6 539	0,02	6,71	2,611
VH z finančnej činnosti	7 731 079	42,23	4 341 028	12,92	-654 238	-1,69	0,56	-0,151
VH z bežnej činnosti brutto	11 774 820	64,32	11 271 771	33,54	7 321 752	18,87	0,96	0,650
Daň z príjmov z bežnej činnosti	2 320 710	12,68	2 681 525	7,98	950 335	2,45	1,16	0,354
VH z bežnej činnosti netto	9 454 110	51,64	8 590 246	25,56	6 371 417	16,42	0,91	0,742
VH z mimoriadnej činnosti netto	0	0,00	0	0,00	0	0,00		
VH za účtovné obdobie brutto	11 774 820	64,32	11 271 771	33,54	7 321 752	18,87	0,96	0,650
VH za účtovné obdobie netto	9 454 110	51,64	8 590 246	25,56	6 371 417	16,42	0,91	0,742

Označenie	STRANA AKTIV	Číslo riadku	Bežné účtovné obdobie			Bez- prostredne predchádzajúce účtovné obdobie
			1		2	
			Brutto-časť	Korekcia -časť 22	Netto	
a	b	c				3
A.	Spolu majetok r. 002 + r. 030 + r. 061	001	347 989 456	47 481 900	300 507 556	298 368 679
A.1.	Neobežný majetok r. 003 + r. 011 + r. 021	002	306 776 982	47 276 194	259 500 788	216 547 267
A.1.1.	Dlhodobý nehmotný majetok súčet (r. 004 až 010)	003	2 203 393	756 612	1 446 781	1 294 517
A.1.1.1.	Aktivované náklady na vývoj (012) - /072, 091A/	004	0	0	0	0
2.	Softvér (013)/073, 091A/	005	571 556	147 504	424 052	95 361
3.	Oceňovacie práva (014)/074, 091A/	006	1 757 736	735 458	1 022 278	1 199 156
4.	Goodwill (015) - /075, 091A/	007	-143 376	-143 376	0	0
5.	„Ostatný dlhodobý nehmotný majetok (019, 01X) - /079, 07X, 091A.“	008	17 026	17 026	0	0
6.	„Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok (041) - 093“	009	451	0	451	0
7.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý nehmotný majetok (051) - 095A	010	0	0	0	0
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok súčet (r. 012 až 020)	011	232 585 571	39 960 970	192 624 601	147 168 193
A.II.1.	Pozemky (031)-092A	012	21 090 032	380 587	20 709 445	20 016 673
2.	Stavby (021) - /081, 092A/	013	99 173 972	17 009 595	82 164 377	70 055 127
3.	Samostatné hmotné věci a súbory hmotných vecí (022)-/082, 092A/	014	64 872 728	21 973 780	42 898 948	37 250 704
4.	„Pestovateľské celky trvalých porastov (025)-/085, 092A.“	015	0	0	0	0
5.	„Základné stádo a ťažné zvieratá (026) - /086, 092A.“	016	0	0	0	0
6.	„Ostatný dlhodobý hmotný majetok (029, 02X, 032)-/089, 08X, 092A.“	017	20 242	0	20 242	29 450
7.	„Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok (042)-094“	018	41 304 569	597 008	40 707 561	17 488 794
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok (052)-095A	019	6 124 028	0	6 124 028	2 329 445
9.	Opravná položka k nadbudnutému majetku (+/- 097) +/- 098“	020	0	0	0	0
A.III.	Dlhodobý finančný majetok súčet (r. 022 až 029)	021	71 988 018	6 558 612	65 429 406	68 084 557
A.III.1.	Podielové cenné papiere a podiely v dcérskej účtovnej jednotke (061) - 096A	022	18 795 792	3 000 000	15 795 792	18 795 792
2.	Podielové cenné papiere a podiely v spoločnosti s podstatným vplyvom (062) - 096A	023	7 566 969	2 000 000	5 566 969	7 525 778
3.	„Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely (063, 065)-096A“	024	13 207 363	0	13 207 363	17 337 442
4.	„Požičky účtovnej jednotke v konsolidovanom celku (066A) - 096A“	025	0	0	0	0
5.	„Ostatný dlhodobý finančný majetok (067A, 069, 06XA) - 096A“	026	10 050 371	0	10 050 371	7 674 182
6.	„Požičky s dobou splatnosti najviac jeden rok (068A, 067A, 06XA) - 096A“	027	2 916 258	0	2 916 258	0
7.	„Obstarávaný dlhodobý finančný majetok (043) - 096A“	028	0	0	0	0
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý finančný majetok (053) - 095A	029	19 451 265	1 558 612	17 892 653	16 751 363
B.	Oběžný majetok r. 031 + r. 038 + r. 046 + r. 055	030	40 167 743	205 706	39 962 037	81 346 451
B.1.	Zásoby súčet (r. 032 až 037)	031	1 471 944	0	1 471 944	903 946
B.1.1.	Material (112, 119, 11X) - /191, 19X/	032	425 887	0	425 887	464 865
2.	Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby (121, 122, 12X) - /192, 193, 19X/	033	0	0	0	0

Označenie	STRANA AKTIV	Číslo riadku	Bežné účtovné obdobie			Bez- prostredne predchádzajúce účtovné obdobie
			1		2	
			Brutto-časť	Korekcia -časť 22	Netto	
a	b	c				3
3.	Výrobky (123)-194	034	0	0	0	0
4.	Zvieratá (124) - 195	035	0	0	0	0
5.	Tovar (132, 133, 13X, 139) - /196, 19X/	036	1 046 057	0	1 046 057	439 081
6.	Poskytnuté preddavky na zásoby (314A) - 391A	037	0	0	0	0
B.III.	Dlhodobé pohľadávky súčet (r. 039 až 045)	038	0	0	0	1 691 007
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - 391A	039	0	0	0	1 691 007
2.	Čísťa hodnota zákazky (316A)	040	0	0	0	0
3.	Pohľadávky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (351A) - 391A	041	0	0	0	0
4.	Ostatné pohľadávky v rámci konsolidovaného celku (351A) - 391A	042	0	0	0	0
5.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu (354A, 355A, 358A, 35XA) - 391A	043	0	0	0	0
6.	Iné pohľadávky (335A, 33XA, 371A, 373A, 374A, 375A, 376A, 378A) - 391A	044	0	0	0	0
7.	Odlícená daňová pohľadávka (481A)	045	0	0	0	0
B.IIII.	Krátkodobé pohľadávky súčet (r. 047 až 054)	046	36 009 174	205 706	35 803 468	72 544 660
B.IIII.1.	Pohľadávky z obchodného styku (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - 391A	047	5 099 166	205 706	4 893 460	4 535 931
2.	Čísťa hodnota zákazky (316A)	048	0	0	0	0
3.	Pohľadávky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (351A) - 391A	049	0	0	0	0
4.	Ostatné pohľadávky v rámci konsolidovaného celku (351A) - 391A	050	0	0	0	0
5.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu (354A, 355A, 358A, 35XA, 398A) - 391A	051	0	0	0	0
6.	Sociálne poisťovanie (336) - 391A	052	0	0	0	0
7.	Daňové pohľadávky a dotácie (341, 342, 343, 345, 346, 347) - 391A	053	1 536 425	0	1 536 425	953 697
8.	Iné pohľadávky (335A, 33XA, 371A, 373A, 374A, 375A, 376A, 378A) - 391A	054	29 373 583	0	29 373 583	67 055 032
B.IV.	Finančné účty súčet (r. 056 až r. 060)	055	2 706 625	0	2 706 625	6 206 638
B.IV.1.	Peniaze (211, 213, 21X)	056	232 557	0	232 557	184 924
2.	Účty v bankách (221A, 22X +/- 261)	057	2 474 068	0	2 474 068	6 021 914
3.	Účty v bankách s dobou viazanosti dlhšou ako jeden rok 22XA	058	0	0	0	0
4.	„Krátkodobý finančný majetok (251, 253, 256, 257, 25X) - /291, 29X/“	059	0	0	0	0
5.	„Obstarávaný krátkodobý finančný majetok (259, 314A) - 291“	060	0	0	0	0
C.	Časové rozlíšenie súčet (r. 062 až r. 065)	061	1 024 731	0	1 024 731	474 961
C.1.	Náklady budúcich období dlhodobé (381A, 382A)	062	0	0	0	0
2.	Náklady budúcich období krátkodobé (381A, 382A)	063	705 415	0	705 415	202 392
3.	Príjmy budúcich období dlhodobé (385A)	064	0	0	0	0
4.	Príjmy budúcich období krátkodobé (385A)	065	319 316	0	319 316	272 569

Označenie	STFANA PASIV	Číslo riadku	Bežné účtovné obdobie	„Bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie“
a	b	c	4	5
A.	Spolu Vlastné imanie a záväzky r.067 + r.088 + r.121	066	300 507 556	298 368 579
A.1.	Vlastné imanie r. 068 + r. 073 + r. 080 + r. 084 + r. 087	067	265 932 323	265 728 517
A.I.1.	Základné imanie súčet (r. 069 až 072)	068	221 337 534	221 337 534
2.	Základné imanie (411 alebo +/- 491)	069	221 337 534	221 337 534
3.	Vlastné akcie a vlastná obchodná podiely (-/- 252)	070	0	0
3.1.	Zmena základného imania +/- 419	071	0	0
4.	Pohľadávky za upísané vlastné imanie (-/+353)	072	0	0
A.II.	Kapitálové fondy súčet (r. 074 až 079)	073	31 361 695	31 090 397
A.II.1.	Emisné ážio (412)	074	30 430 378	30 430 378
2.	Ostatné kapitálové fondy (413)	075	282 587	282 587
3.	Zákonný rezervný fond (Nedieliteľný fond) z kapitálových výkladov (417, 418)	076	0	0
4.	„Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov (+/- 414)“	077	648 730	377 432
5.	„Oceňovacie rozdiely z kapitálových úcastí (+/- 415)“	078	0	0
6.	Oceňovacie rozdiely z precenenia pri zlučení, splynutí a rozdelení (+/- 416)	079	0	0
A.III.	Fondy zo zisku súčet (r. 081 až r. 083)	080	3 240 121	2 381 096
A.III.1.	Zákonný rezervný fond (421)	081	3 240 121	2 381 096
2.	Nedieliteľný fond (422)	082	0	0
3.	Štatutárne fondy a ostatné fondy (423, 427, 42X)	083	0	0
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov r. 085 + r. 086	084	3 621 556	2 329 244
A.IV.1.	Nerozdaná strata minulých rokov (-/-429)	085	3 621 556	2 329 244
2.	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení +/- r. 001 - (r. 068 + r. 073 + r. 080 + r. 084 + r. 088 + r. 121)	087	6 371 417	8 590 246
B.	Záväzky r. 89 + r. 94 + r. 106 + r. 117 + r. 118	088	34 173 058	32 122 390
B.I.	Rezervy súčet (r. 090 až r. 093)	089	556 939	526 637
B.I.1.	Rezervy zákonné dlhodobé (451A)	090	0	0
2.	Rezervy zákonné krátkodobé (323A, 451A)	091	530 248	499 946
3.	Ostatné dlhodobé rezervy (459A, 45XA)	092	26 691	26 691
4.	Ostatné krátkodobé rezervy (323A, 32X, 459A, 45XA)	093	0	0
B.II.	Dlhodobé záväzky súčet (r. 095 až r. 105)	094	5 618 632	5 705 037
B.II.1.	Dlhodobé záväzky z obchodného styku (321A, 479A)	095	0	0
2.	Čistá hodnota záväzky (316A)	096	0	0
3.	Dlhodobé nefakturované dodávky (476A)	097	0	0
4.	Dlhodobé záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (471A)	098	0	0
5.	Ostatné dlhodobé záväzky v rámci konsolidovaného celku (471A)	099	0	0
6.	Dlhodobé prijaté preddávky (475A)	100	0	0
7.	Dlhodobé zmenky na úhradu (478A)	101	0	0
8.	Vydané dlhopisy (473A, -/255A)	102	0	0
9.	Záväzky zo sociálneho fondu (472)	103	9 340	14 687

Označenie	STFANA PASIV	Číslo riadku	Bežné účtovné obdobie	„Bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie“
a	b	c	4	5
10.	Ostatné dlhodobé záväzky (474A, 479A, 47XA, 372A, 373A, 377A)	104	466 968	555 464
11.	Odlôžený daňový záväzok (481A)	105	5 142 324	5 134 886
B.III.	Krátkodobé záväzky súčet (r. 107 až r. 116)	106	12 787 227	7 983 227
B.III.1.	Záväzky z obchodného styku (321, 322, 324, 325, 32X, 475A, 478A, 479A, 47XA)	107	11 354 408	4 875 311
2.	Čistá hodnota záväzky (316A)	108	0	0
3.	Nefakturované dodávky (326, 476A)	109	460 302	652 467
4.	Záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (361A, 471A)	110	0	0
5.	Ostatné záväzky v rámci konsolidovaného celku (361A, 36XA, 471A, 47XA)	111	0	0
6.	Záväzky voči spoločníkom a združeniu (364, 365, 366, 367, 368, 398A, 478A, 479A)	112	9 222	4 770
7.	Záväzky voči zamestnancom (331, 333, 33X, 479A)	113	331 871	293 079
8.	Záväzky zo sociálneho poistenia (336, 479A)	114	172 739	158 446
9.	Daňové záväzky a dotácie (341, 342, 343, 345, 346, 347, 34X)	115	41 636	1 177 230
10.	Ostatné záväzky (372A, 373A, 377A, 379A, 474A, 479A, 47X)	116	417 049	821 924
B.IV.	Krátkodobé finančné výpomoci (241, 249, 24X, 473A, -/255A)	117	0	0
B.V.	Bankové úvery r. 119 + r. 120	118	15 210 260	17 807 489
B.V.1.	Bankové úvery dlhodobé (461A, 46XA)	119	12 363 093	15 060 261
2.	Bežné bankové úvery (221A, 231, 232, 23X, 461A, 46XA)	120	2 847 227	2 847 228
C.	Časové rozlíšenie súčet (r. 122 až r. 125)	121	402 175	517 772
C.1.	Výdavky budúcich období dlhodobé (383A)	122	0	0
2.	Výdavky budúcich období krátkodobé (383A)	123	0	0
3.	Výnosy budúcich období dlhodobé (384A)	124	268 067	334 006
4.	Výnosy budúcich období krátkodobé (384A)	125	134 108	183 766

VÝKAZ ZISKOV A STRÁT

k 31. 10. 2011 (v celých eurách)

Daňové identifikačné číslo

2 0 2 0 4 2 8 0 3 6

IČO

3 1 5 6 0 6 3 6

SK NACE

5 5 . 1 0 . 0

Účtovná zvierka

- riadna
 - mimoriadna

Účtovná zvierka

- zostavená
 - schválená

Za obdobie

mesiac	rok
od 1 1	2 0 1 0
do 1 0	2 0 1 1

Bezprostredne predchádzajúce obdobie

mesiac	rok
od 1 1	2 0 0 9
do 1 0	2 0 1 0

Obchodné meno (názov) účtovnej jednotky

T a t r y m o u n t a i n r e s o r t s , a . s .

Sídlo účtovnej jednotky, ulica a číslo

D e m ä n o v s k á D o l i n a 7 2

PSČ

0 3 1 0 1

Obec

L i p t o v s k ý M i k u l á š



Telefón

0 4 4 / 5 5 9 1 5 0 5

Fax

0 4 4 / 5 5 9 1 5 1 1

E-mail

Zostavený dňa: 16.02.2012	Podpisový záznam osoby zodpovednej za vedenie účtovníctva: 	Podpisový záznam osoby zodpovednej za zostavenie účtovnej zvierky: Tomáš Zinkovitz	Podpisový záznam člena štatutárneho orgánu účtovnej jednotky alebo fyzickej osoby, ktorá je účtovnou jednotkou: 
Schválený dňa: 16.02.2012			

DIČ: 2020428036

Výkaz ziskov a strát Úč POD 2-01

Označenie a	Text b	Číslo riadku c	Skutočnosť	
			bežné účtovné obdobie 1	bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie 2
I.	Tržby z predaja tovaru (604, 607)	01	1 109 516	895 132
A.	Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru (504, 505A, 507)	02	935 215	614 432
+	Obchodná marža r. 01 - r. 02	03	174 301	280 700
II.	Výroba r. 05 + r. 06 + r. 07	04	33 632 487	18 353 173
II.1.	Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb (601, 602, 606)	05	33 603 147	18 307 880
2.	Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob (+/- účtová skupina 61)	06	6	0
3.	Aktivácia (účtová skupina 62)	07	29 334	45 293
B.	Výrobná spotreba r. 09 + r. 10	08	17 568 634	8 899 355
B.1.	Spotreba materiálu, energie a ostatných neskladovateľných dodávok (501, 502, 503, 505A)	09	6 324 493	3 579 178
2.	Služby (účtová skupina 51)	10	11 244 141	5 320 177
+	Pridaná hodnota r. 03 + r. 04 - r. 08	11	16 238 154	9 734 518
C.	Osobné náklady súčet (r. 13 až 16)	12	7 115 868	3 950 769
C.1.	Mzdové náklady (521, 522)	13	5 156 550	2 814 330
2.	Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva (523)	14	200 626	117 367
3.	Náklady na sociálne poistenie (524, 525, 526)	15	1 516 452	903 833
4.	Sociálne náklady (527, 528)	16	242 240	115 239
D.	Dane a poplatky (účtová skupina 53)	17	140 779	86 657
E.	Odpisy a opravné položky k dlhodobému nehmotnému majetku a dlhodobému hmotnému majetku (551, 553)	18	4 892 818	2 936 706
III.	Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu (641, 642)	19	1 035 438	153 473

F.	Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a predaného materiálu (541, 542)	20	748 517	30 066
G.	Tvorba a zúčtovanie opravných položiek k pohľadávkam (+/- 547)	21	-21 590	68 536
IV.	Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti (644, 645, 646, 648, 655, 657)	22	2 624 441	1 282 752
H.	Ostatné náklady na hospodársku činnosť (543, 544, 545 546, 548, 549, 555, 557)	23	90 898	54 268
V.	Prevod výnosov z hospodárskej činnosti (-) (697)	24	0	0
I.	Prevod nákladov na hospodársku činnosť (-) (597)	25	0	0
*	Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti r. 11- r. 12 - r. 17 - r. 18 + r. 19 - r. 20 - r. 21 + r. 22 - r. 23 + (-r. 24) - (-r.25)	26	6 930 743	4 043 741
VI.	Tržby z predaja cenných papierov a podielov (661)	27	0	3 025
J.	Predané cenné papiere a podiely (561)	28	0	0
VII.	Výnosy z dlhodobého finančného majetku r. 30 + r. 31 + r. 32	29	484 406	2 888
VII.1	Výnosy z cenných papierov a podielov v dcérskej účtovnej jednotke a v spoločnosti s podstatným vplyvom (665A)	30	0	0
2.	Výnosy z ostatných dlhodobých cenných papierov a podielov (665A)	31	484 406	2 888
3.	Výnosy z ostatného dlhodobého finančného majetku (665A)	32	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančného majetku (666)	33	0	0
K.	Náklady na krátkodobý finančný majetok (566)	34	0	0
IX.	Výnosy z precenenia cenných papierov a výnosy z derivátových operácií (664, 667)	35	0	0
L.	Náklady na precenenie cenných papierov a náklady na derivátové operácie (564, 567)	36	0	0
M.	Tvorba a zúčtovanie opravných položiek k finančnému majetku +/- 565	37	2 499 902	0
X.	Výnosové úroky (662)	38	7 542 194	8 309 018
N.	Nákladové úroky (562)	39	514 738	444 799
XI.	Kurzové zisky (663)	40	1 456	34
O.	Kurzové straty (563)	41	2 504	373
XII.	Ostatné výnosy z finančnej činnosti (668)	42	9 055	2 485

P.	Ostatné náklady na finančnú činnosť (568, 569)	43	678 939	141 199
XIII.	Prevod finančných výnosov (-) (698)	44	0	0
R.	Prevod finančných nákladov (-) (598)	45	0	0
*	Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti r. 27 - r. 28 + r. 29+ r. 33 - r. 34 + r.35 - r. 36 - r. 37 + r. 38 - r. 39 + r. 40 - r. 41 + r. 42 - r. 43 +(- r. 44) -(- r. 45)	46	4 341 028	7 731 079
**	Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti pred zdanením r. 26 + r. 46	47	11 271 771	11 774 820
S.	Daň z príjmov z bežnej činnosti r. 49 + r. 50	48	2 681 525	2 320 710
S.1	- splatná (591, 595)	49	1 140 899	0
2.	- odložená (+/- 592)	50	1 540 626	2 320 710
**	Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti po zdanení r. 47 - r. 48	51	8 590 246	9 454 110
XIV.	Mimoriadne výnosy (účtová skupina 68)	52		
T.	Mimoriadne náklady (účtová skupina 58)	53		
*	Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti pred zdanením r. 52 - r. 53	54	0	0
U.	Daň z príjmov z mimoriadnej činnosti r. 56 + r. 57	55	0	0
U.1.	- splatná (593)	56		
2.	- odložená (+/- 594)	57		
*	Výsledok hospodárenia z mimoriadnej činnosti po zdanení r. 54 - r. 55	58	0	0
***	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením (+/-) [r. 47 + r. 54]	59	11 271 771	11 774 820
V.	Prevod podielov na výsledku hospodárenia spoločníkom (+/- 596)	60		
***	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení (+/-) [r. 51 + r. 58 - r. 60]	61	8 590 246	9 454 110

SÚVAHA

k 31. 10. 2011 (v celých eurách)

Daňové identifikačné číslo

2 0 2 0 4 2 8 0 3 6

IČO

3 1 5 6 0 6 3 6

SK NACE

5 5 . 1 0 . 0

Účtovná zvierka

 - riadna
 - mimoriadna

Účtovná zvierka

 - zostavená
 - schválená

Za obdobie

	mesiac	rok
od	11	2010
do	10	2011

 Bezprostredne
 predchádzajúce
 obdobie

	mesiac	rok
od	11	2009
do	10	2010

(vyznačí sa)

Obchodné meno (názov) účtovnej jednotky

T a t r y m o u n t a i n r e s o r t s , a . s .

Sídlo účtovnej jednotky, ulica a číslo

D e m ä n o v s k á D o l i n a 7 2

PSČ

0 3 1 0 1

Obec

L i p t o v s k ý M i k u l á š


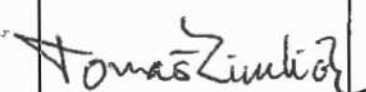

Telefón

0 4 4 / 5 5 9 1 5 0 5

Fax

0 4 4 / 5 5 9 1 5 1 1

E-mail

Zostavená dňa: 16.02.2012	Podpisový záznam osoby zodpovednej za vedenie účtovníctva:	Podpisový záznam osoby zodpovednej za zostavenie účtovnej zvierky:	Podpisový záznam člena štatutárneho orgánu účtovnej jednotky alebo fyzickej osoby, ktorá je účtovnou jednotkou:
Schválená dňa: 16.02.2012			

DIČ:

2020428036

Súvaha Úč
POD 1-01

Ozna- čenie a	STRANA AKTÍV b	Číslo riadku c	Bežné účtovné obdobie			Bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie 3 Netto
			1		2 Netto	
			Brutto-časť 1	Korekcia-časť 2		
	Spolu majetok r. 002 + r. 030 + r. 061	001	336 561 848	38 193 169	298 368 679	287 608 381
A.	Neobežný majetok r. 003 + r. 011 + r. 021	002	254 673 752	38 126 485	216 547 267	129 097 219
A.I.	Dlhodobý nehmotný majetok súčet (r. 004 až 010)	003	1 836 271	541 754	1 294 517	415 825
A.I.1.	Aktivované náklady na vývoj (012) - /072, 091A/	004	0	0	0	0
2.	Softvér (013)-/073, 091A/	005	204 885	109 524	95 361	43 769
3.	Oceniteľné práva (014)-/074, 091A/	006	1 757 736	558 580	1 199 156	370 796
4.	Goodwill (015) - /075, 091A/	007	-143 376	-143 376	0	0
5.	Ostatný dlhodobý nehmotný majetok (019, 01X) - /079, 07X, 091A/	008	17 026	17 026	0	1 260
6.	Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok (041) - 093	009	0	0	0	0
7.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý nehmotný majetok (051) - 095A	010	0	0	0	0
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok súčet (r. 012 až 020)	011	182 253 022	35 084 829	147 168 193	97 159 322
A.II.1.	Pozemky (031)-092A	012	20 397 260	380 587	20 016 673	6 832 477
2.	Stavby (021) - /081, 092A/	013	84 702 206	14 647 079	70 055 127	43 232 974
3.	Samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí (022)-/082, 092A/	014	56 710 859	19 460 155	37 250 704	25 170 273
4.	Pestovateľské celky trvalých porastov (025)-/085, 092A/	015	0	0	0	0
5.	Základné stádo a fažné zvieratá (026)-/086,092A/	016	0	0	0	0
6.	Ostatný dlhodobý hmotný majetok (029, 02X, 032)-/089, 08X, 092A/	017	29 450	0	29 450	29 974
7.	Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok (042)-094	018	18 083 802	597 008	17 486 794	17 160 301
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok (052)-095A	019	2 329 445	0	2 329 445	4 733 323
9.	Opravná položka k nadobudnutému majetku (+/- 097) +/- 098	020	0	0	0	0
A.III.	Dlhodobý finančný majetok súčet (r. 022 až 029)	021	70 584 459	2 499 902	68 084 557	31 522 072
A.III.1.	Podielové cenné papiere a podiely v dcérskej účtovnej jednotke (061) - 096A	022	18 795 792	0	18 795 792	18 795 792
2.	Podielové cenné papiere a podiely v spoločnosti s podstatným vplyvom (062) - 096A	023	7 525 778	0	7 525 778	7 525 778
3.	Ostatné dlhodobé cenné papiere a podiely (063, 065)-096A	024	17 337 442	0	17 337 442	84 777
4.	Pôžičky účtovnej jednotke v konsolidovanom celku (066A) - 096A	025	0	0	0	0
5.	Ostatný dlhodobý finančný majetok (067A, 069, 06XA) - 096A	026	7 674 182	0	7 674 182	5 115 725

6.	Pôžičky s dobou splatnosti najviac jeden rok (066A, 067A, 06XA) - 096A	027	0	0	0	0
7.	Obstarávaný dlhodobý finančný majetok (043) - 096A	028	0	0	0	0
8.	Poskytnuté preddavky na dlhodobý finančný majetok (053) - 095A	029	19 251 265	2 499 902	16 751 363	0
B.	Obežný majetok r. 031 + r. 038 + r. 046 + r. 055	030	81 413 135	66 684	81 346 451	158 269 634
B.I.	Zásoby súčet (r. 032 až 037)	031	903 946	0	903 946	594 965
B.I.1.	Materiál (112, 119, 11X) - /191, 19X/	032	464 865	0	464 865	354 034
2.	Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby (121, 122, 12X) - /192, 193, 19X/	033	0	0	0	0
3.	Výrobky (123)-194	034	0	0	0	0
4.	Zvieratá (124) - 195	035	0	0	0	0
5.	Tovar (132, 133, 13X, 139) - /196, 19X/	036	439 081	0	439 081	240 931
6.	Poskytnuté preddavky na zásoby (314A) - 391A	037	0	0	0	0
B.II.	Dlhodobé pohľadávky súčet (r. 039 až 045)	038	1 691 007	0	1 691 007	1 728 007
B.II.1.	Pohľadávky z obchodného styku (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - 391A	039	1 691 007	0	1 691 007	1 728 007
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	040	0	0	0	0
3.	Pohľadávky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (351A) - 391A	041	0	0	0	0
4.	Ostatné pohľadávky v rámci konsolidovaného celku (351A) - 391A	042	0	0	0	0
5.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu (354A, 355A, 358A, 35XA) - 391A	043	0	0	0	0
6.	Iné pohľadávky (335A, 33XA, 371A, 373A, 374A, 375A, 376A, 378A) - 391A	044	0	0	0	0
7.	Odložená daňová pohľadávka (481A)	045	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé pohľadávky súčet (r. 047 až 054)	046	72 611 344	66 684	72 544 660	153 820 226
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku (311A, 312A, 313A, 314A, 315A, 31XA) - 391A	047	4 602 615	66 684	4 535 931	6 165 076
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	048	0	0	0	0
3.	Pohľadávky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (351A) - 391A	049	0	0	0	0
4.	Ostatné pohľadávky v rámci konsolidovaného celku (351A) - 391A	050	0	0	0	0
5.	Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu (354A, 355A, 358A, 35XA, 398A) - 391A	051	0	0	0	0
6.	Sociálne poistenie (336) - 391A	052	0	0	0	0
7.	Daňové pohľadávky a dotácie (341, 342, 343, 345, 346, 347) - 391A	053	953 697	0	953 697	689 666
8.	Iné pohľadávky (335A, 33XA, 371A, 373A, 374A, 375A, 376A, 378A) - 391A	054	67 055 032	0	67 055 032	146 965 484
B.IV.	Finančné účty súčet (r. 056 až r. 060)	055	6 206 838	0	6 206 838	2 126 436
B.IV.1.	Peniaze (211, 213, 21X)	056	184 924	0	184 924	158 827

2.	Účty v bankách (221A, 22X +/- 261)	057	6 021 914	0	6 021 914	1 967 609
3.	Účty v bankách s dobou viazanosti dlhšou ako jeden rok 22XA	058	0	0	0	0
4.	Krátkodobý finančný majetok (251, 253, 256, 257, 25X) - /291, 29X)	059	0	0	0	0
5.	Obstarávaný krátkodobý finančný majetok (259, 314A) - 291	060	0	0	0	0
C.	Časové rozlíšenie súčet (r. 062 až r. 065)	061	474 961	0	474 961	241 528
C.1.	Náklady budúcich období dlhodobé (381A, 382A)	062	0	0	0	0
2.	Náklady budúcich období krátkodobé (381A, 382A)	063	202 392	0	202 392	169 386
3.	Príjmy budúcich období dlhodobé (385A)	064	0	0	0	0
4.	Príjmy budúcich období krátkodobé (385A)	065	272 569	0	272 569	72 142

DIČ: 2020428036

Súvaha Úč POD 1-01

Označenie a	STRANA PASÍV b	Číslo riadku c	Bežné účtovné obdobie 4	Bezprostredne predchádzajúce účtovné obdobie 5
	Spolu vlastné imanie a záväzky r.067 + r.088 + r.121	066	298 368 680	287 608 381
A.	Vlastné imanie r. 068 + r. 073 + r. 080 + r. 084 + r. 087	067	265 728 517	262 246 274
A.I.	Základné imanie súčet (r. 069 až 072)	068	221 337 534	221 337 534
A.I.1.	Základné imanie (411 alebo +/- 491)	069	221 337 534	221 337 534
2.	Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely (/-/ 252)	070	0	0
3.	Zmena základného imania +/- 419	071	0	0
4.	Pohľadávky za upísané vlastné imanie (/-/353)	072	0	0
A.II.	Kapitálové fondy súčet (r. 074 až 079)	073	31 090 398	30 698 497
A.II.1.	Emisné ážio (412)	074	30 430 378	30 430 378
2.	Ostatné kapitálové fondy (413)	075	282 588	282 587
3.	Zákonný rezervný fond (Nedeliteľný fond) z kapitálových vkladov (417, 418)	076	0	0
4.	Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov (+/- 414)	077	377 432	-14 468
5.	Oceňovacie rozdiely z kapitálových účastí (+/- 415)	078	0	0
6.	Oceňovacie rozdiely z precenenia pri zlúčení, splynutí a rozdelení (+/- 416)	079	0	0
A.III.	Fondy zo zisku súčet (r. 081 až r. 083)	080	2 381 097	1 435 686
A.III.1.	Zákonný rezervný fond (421)	081	2 381 097	1 435 686
2.	Nedeliteľný fond (422)	082	0	0
3.	Štatutárne fondy a ostatné fondy (423, 427, 42X)	083	0	0
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov r. 085 + r. 086	084	2 329 244	-679 553
A.IV.1.	Nerozdelený zisk minulých rokov (428)	085	2 329 244	0
2.	Neuhradená strata minulých rokov (/-/429)	086	0	-679 553
A.V.	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení /+/-/ r. 001 - (r. 068 + r. 073 + r. 080 + r. 084 + r. 088 + r. 121)	087	8 590 244	9 454 110
B.	Záväzky r. 89 + r. 94 + r. 106 + r. 117 + r. 118	088	32 122 390	24 525 158
B.I.	Rezervy súčet (r. 090 až r. 093)	089	526 637	542 619
B.I.1.	Rezervy zákonné dlhodobé (451A)	090	0	0
2.	Rezervy zákonné krátkodobé (323A, 451A)	091	499 946	515 928
3.	Ostatné dlhodobé rezervy (459A, 45XA)	092	26 691	26 691
4.	Ostatné krátkodobé rezervy (323A, 32X, 459A, 45XA)	093	0	0

B.II.	Dlhodobé záväzky súčet (r. 095 až r. 105)	094	5 705 037	4 499 189
B.II.1.	Dlhodobé záväzky z obchodného styku (321A, 479A)	095	0	0
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	096	0	0
3.	Dlhodobé nevyfakturované dodávky (476A)	097	0	0
4.	Dlhodobé záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (471A)	098	0	0
5.	Ostatné dlhodobé záväzky v rámci konsolidovaného celku (471A)	099	0	0
6.	Dlhodobé prijaté preddávky (475A)	100	0	0
7.	Dlhodobé zmenky na úhradu (478A)	101	0	0
8.	Vydané dlhopisy (473A/-/255A)	102	0	0
9.	Záväzky zo sociálneho fondu (472)	103	14 687	11 524
10.	Ostatné dlhodobé záväzky (474A, 479A, 47XA, 372A, 373A, 377A)	104	555 464	893 405
11.	Odložený daňový záväzok (481A)	105	5 134 886	3 594 260
B.III.	Krátkodobé záväzky súčet (r. 107 až r. 116)	106	7 983 227	5 328 633
B.III.1.	Záväzky z obchodného styku (321, 322, 324, 325, 32X, 475A, 478A, 479A, 47XA)	107	4 875 311	3 235 983
2.	Čistá hodnota zákazky (316A)	108	0	0
3.	Nevyfakturované dodávky (326, 476A)	109	652 467	246 299
4.	Záväzky voči dcérskej účtovnej jednotke a materskej účtovnej jednotke (361A, 471A)	110	0	0
5.	Ostatné záväzky v rámci konsolidovaného celku (361A, 36XA, 471A, 47XA)	111	0	0
6.	Záväzky voči spoločníkom a združeniu (364, 365, 366, 367, 368, 398A, 478A, 479A)	112	4 770	0
7.	Záväzky voči zamestnancom (331, 333, 33X, 479A)	113	293 079	190 735
8.	Záväzky zo sociálneho poistenia (336, 479A)	114	158 446	107 027
9.	Daňové záväzky a dotácie (341, 342, 343, 345, 346, 347, 34X)	115	1 177 230	19 711
10.	Ostatné záväzky (372A, 373A, 377A, 379A, 474A, 479A, 47X)	116	821 924	1 528 878
B.IV.	Krátkodobé finančné výpomoci (241, 249, 24X, 473A, /-/255A)	117	0	0
B.V.	Bankové úvery r. 119 + r. 120	118	17 907 489	14 154 717
B.V.1.	Bankové úvery dlhodobé (461A, 46XA)	119	15 060 261	11 907 489
2.	Bežné bankové úvery (221A, 231, 232, 23X, 461A, 46XA)	120	2 847 228	2 247 228
C.	Časové rozlíšenie súčet (r. 122 až r. 125)	121	517 772	836 949
C.1.	Výdavky budúcich období dlhodobé (383A)	122	0	0
2.	Výdavky budúcich období krátkodobé (383A)	123	0	562
3.	Výnosy budúcich období dlhodobé (384A)	124	0	0
4.	Výnosy budúcich období krátkodobé (384A)	125	517 772	836 387

Obchodné riziko

Riziká oboru

I. Riziká oboru	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	2	1	2	0,192
Primerné	0,253	1	1	1	0,253
Zvýšené	0,509	1	1	1	0,509
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		4		4	0,954

Dynamika oboru

1. stabilný odbor, väčšie zmeny sa nepredpokladajú

- dlhodobu mierne rastúci odbor
- odbor v kríze, ťažko predvídateľný vývoj
- veľmi rýchle rastúci odbor

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Závislosť oboru na hospodárskom cykle

- nezávislosť na hospodárskom cykle
- mierna závislosť na hospodárskom cykle
3. značná závislosť na hospodárskom cykle
- typické cyklické odvetvie

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Potenciál inovácií v obore

- štandardný odbor s minimom technologických zmien
2. štandardný odbor s miernymi technologickými zmenami
- odbor so značnými technologickými zmenami
- odbor so zásadnými technologickými zmenami

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Určovanie trendov v obore

1. podnik s výrazným podielom na určovaní trendov
- podnik je schopný rýchlej reakcie na nové trendy
- podnik je schopný postupne reagovať na nové trendy
- podnik obtiažne zachytáva a doháňa nové trendy

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Obchodné riziko

Riziká na úrovni trhu

II. Riziká trhu	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	2	1	2	0,192
Primerné	0,253	0	1	0	0,000
Zvýšené	0,509	0	1	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		2		2	0,192

Kapacita trhu, možnosť expanzie

1. nasýtený domáci trh, hľadanie nových zahraničných trhov

2. nenasýtený domáci trh, dominantný podiel
3. nenasýtený domáci trh, porovnateľný trhový podiel s hlavnými konkurentmi
4. nasýtený domáci trh, silná konkurencia

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké

Riziká dosahovania tržieb

1. preukázateľný vývoj tržieb, prognózovateľný rast tržieb

2. preukázateľný vývoj tržieb, prognózovateľný malý rast tržieb
3. nový podnik, bez histórie tržieb, extrémny alebo skokový nárast tržieb
4. nový podnik, bez histórie tržieb, mierny nárast tržieb

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké

Obchodné riziko

Riziká z konkurencie

III. Riziká konkurencie	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	4	1	4	0,384
Priemerné	0,253	0	1	0	0,000
Zvýšené	0,509	1	1	1	0,509
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		5		5	0,893

Postavenie voči konkurencii

1. dominantné postavenie, náročný vstup nových konkurentov na trh

2. oligopolné postavenie na trhu
3. silná konkurencia, viac porovnateľných a nebezpečných konkurentov
4. zvyšujúci sa tlak existujúcich konkurentov, nástup nových konkurentov

nízke

priemerné

zvýšené

vysoké

Konkurencieschopnosť ponúkaných služieb

1. jednotka na trhu

2. porovnateľné s lepšou konkurenciou
3. porovnateľné s priemernou konkurenciou
4. slabšia ako priemerná konkurencia

nízke

priemerné

zvýšené

vysoké

Ceny

1. nižšie ako u konkurencii
2. podobná ako u konkurencii vzhľadom na úroveň poskytovaných služieb

3. porovnateľná s konkurenciou

4. vyššia ako u konkurencii

nízke

priemerné

zvýšené

vysoké

Kvalita služieb

1. lepšia ako konkurencia

2. porovnateľná s konkurenciou
3. horšia ako konkurencia
4. neporovnateľne horšia ako konkurencia

nízke

priemerné

zvýšené

vysoké

Reklama a propagácia

1. pravidelné náklady vyššie ako v odvetví

2. pravidelné náklady na úrovni priemeru v odvetví
3. nepravidelné náklady bez marketingovej stratégie
4. obmedzené minimálne náklady na marketing

nízke

priemerné

zvýšené

vysoké

Obchodné riziko

Riziká manažmentu

IV. Riziká manažmentu	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.poč.v %
Nízke	0,096	1	1	1	0,096
Primerné	0,253	2	1	2	0,506
Zvýšené	0,509	0	1	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		3		3	0,602

Vízie, stratégie

1. jasná vízia, stratégia a prostriedky na ich dosiahnutie
2. zmena vízie, upresňovanie stratégií
3. stratégia spoločnosti sa postupne formuje
4. neurčitá stratégia založená na improvizácii

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Kľúčové osobnosti

1. zastupiteľnosť kľúčových osobností
2. dostupná primeraná náhrada
3. náročná náhrada kľúčových osobností
4. vysoká závislosť na niekoľkých kľúčových osobnostiach

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Organizačná štruktúra

1. jednoduchá a prehľadná, bez komunikačných ťažkostí
2. jednoduchá organizačná štruktúra s bežnými ťažkosťami
3. zložitá organizačná štruktúra
4. komplikovaná, neprehľadná, nestabilná organizačná štruktúra

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Obchodné riziko

Riziká prevádzky

V. Riziká prevádzky	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	2	1	2	0,192
Primerné	0,253	1	1	1	0,253
Zvýšené	0,509	0	1	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		3		3	0,445

Štruktúra poskytovaných služieb

1. poskytované služby sú vo vlastnej réžii

- väčšina poskytovaných služieb je vo vlastnej réžii
- častý outsourcing
- minimum služieb vo vlastnej réžii

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Pracovná sila

1. bežne dostupné profesie, bez mimoriadnych nárokov

- dostupné profesie, s určitým stupňom vzdelania
- vyšší podiel špecializovaných profesií
- prevaha vysoko špecializovaných profesií

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Dodávatelia

- stabilní dodávatelia, pravidelné požadované množstvá

2. stabilizovaní dodávatelia, bežné problémy

- občasná zmena kľúčových dodávateľov, výpadky dodávok
- značná nestálosť dodávateľov, pravidelné výpadky dodávok

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Obchodné riziko

Ostatné obchodné riziká

VI. Ostatné riziká	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	3	1	3	0,288
Priemerné	0,253	0	1	0	0,000
Zvýšené	0,509	1	1	1	0,509
Vysoké	0,929	0	1	0	0,000
Súčet		4		4	0,797

Úroveň fixných nákladov

1. podiel fixných nákladov na celkových nákladoch je malý
2. podiel fixných nákladov je okolo priemeru
- 3. podiel fixných nákladov je vysoký**
4. podiel fixných nákladov je veľmi vysoký

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Postavenie podnikov voči odberateľom

- 1. veľmi silné - veľký počet malých odberateľov**
2. silné - väčší počet odberateľov, niekoľko väčších
3. slabšie - niekoľko rozhodujúcich odberateľov
4. slabé - závislosť na 1 až 2 silných odberateľoch

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Postavenie podniku voči dodávateľom

- 1. veľmi silné - väčší počet malých dodávateľov**
2. silné - väčší počet dodávateľov, niekoľko väčších
3. slabšie - niekoľko rozhodujúcich dodávateľov
4. slabé - závislosť na 1 až 2 silných odberateľoch

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Bariéry vstupu do odvetvia

- 1. veľmi silné**
2. silné
3. prekonateľné
4. slabé

nízke
priemerné
zvýšené
vysoké

Finančné riziká

Finančné riziká	RP pre 1 faktor z*rf/n v %	Počet	Váha	Vážený počet	RP*váž.počet v %
Nízke	0,096	4	1,2	4,8	0,460
Priemerné	0,253	1	1,2	1,2	0,303
Zvýšené	0,509	0	1,2	0	0,000
Vysoké	0,929	0	1,2	0	0,000
Súčet		5		6	0,764

Cudzí kapitál/vlastní kapitál

1. nízky podiel cudzích zdrojov

2. primeraný podiel cudzích zdrojov
3. cudzie zdroje = vlastným zdrojom
4. cudzie zdroje vyššie ako vlastné zdroje

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké

Krytie splátok úveru z cash flow - EBITDA/ splátky

1. CF mnohonásobne prevyšuje splátky

2. CF niekoľkokrát prevyšuje splátky
3. CF dostatočne prevyšuje splátky
4. CF je približne rovnaké ako splátky

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké

Úrokové krytie - EBIT/platené úroky

1. dosahuje hodnotu 10 a viac

2. dosahuje hodnotu 4-10
3. dosahuje hodnotu 1,5 až 4
4. dosahuje hodnotu nižšiu ako 1,5

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké

Priemerná doba inkasa pohľadávok

1. zodpovedá dobe splatnosti faktúr

2. prevyšuje priemernú splatnosť faktúr
3. značne prevyšuje splatnosť faktúr, riziko nedobytných pohľadávok
4. vysoko prevyšuje splatnosť faktúr, vysoký podiel nedobytných pohľadávok

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké

Bežná likvidita

1. vysoká bežná likvidita, dostatočné likvidné prostriedky
2. vysoká bežná likvidita, mierná závislosť na zásobách
3. obvyklá hodnota bežnej likvidity, nízky podiel likvidných prostriedkov
4. nízka bežná likvidita, vysoké pohľadávky a zásoby, nedostatok PP

nízke

priemerné
zvýšené
vysoké