

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE**

**FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

Evidenčné číslo: 104002/I/2025/361380678722854444

**KOMPARÁCIA VÝNOSOVÝCH METÓD PRE POTREBY**

**RIADENIA HODNOTY PODNIKU**

**Diplomová práca**

**2025**

**Michal Slezák**

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE**  
**FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

**KOMPARÁCIA VÝNOSOVÝCH METÓD PRE POTREBY**  
**RIADENIA HODNOTY PODNIKU**

**Diplomová práca**

**Študijný program: Ekonomika podniku**

**Študijný odbor: Ekonómia a manažment**

**Školiace pracovisko: Katedra podnikovohospodárska**

**Vedúci záverečnej práce: Ing. Milan Kubica, PhD.**

**Bratislava 2025**

**Michal Slezák**



## Čestné vyhlásenie

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

Dátum: 24.04.2025

.....

## **Pod'akovanie**

Ďakujem Ing. Milanovi Kubicovi, PhD. za odborné vedenie, metodické usmernenia, cenné rady a pripomienky pri vpracovávaní mojej diplomovej práce.

## **ABSTRAKT**

SLEZÁK, Michal: *Komparácia výnosových metód pre potreby riadenia hodnoty podniku*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu; Katedra podnikovohospodárska. – Školiteľ: Ing. Milan Kubica, PhD. – Bratislava: FPM EU, 2025, 98 s.

Táto záverečná práca sa zaoberá komplexným preskúmaním a analýzou rôznych prístupov k ohodnoteniu podnikov. Cieľom je poskytnúť ucelený prehľad oceňovacích metód a ich praktické využitie v reálnych podnikových scenároch. Práca začína teoretickým vymedzením hodnoty podniku a jej významu v strategických rozhodnutiach. Následne sa podrobne analyzujú tradičné a výnosové metódy ohodnotenia, ako sú podnikateľská metóda, metóda diskontovaných cash flow (DCF), metóda EVA a kapitalizácia ziskov. V praktickej časti práce bola aplikovaná vybraná metóda ohodnotenia na konkrétny podnik, pričom bola analyzovaná finančná situácia a makroekonomické ukazovatele. Výsledky ukázali rozdiely v hodnotách získaných pomocou jednotlivých metód, čo poukazuje na ich rôzne slabiny a výhody. Práca zdôrazňuje potrebu uvážlivého použitia jednotlivých metód v závislosti od konkrétnych podmienok a cieľov ocenenia. Naším hlavným prínosom bola komplexná analýza praktického využitia rôznych oceňovacích metód a identifikácia ich vhodnosti pre rôzne typy podnikov. Práca obsahuje 39 tabuliek a 4 grafy, ktoré podporujú komplexnú analýzu praktického využitia rôznych oceňovacích metód.

**Kľúčové slová:** ohodnotenie podniku, výnosové metódy, podnikateľská metóda, EVA, metóda diskontovaných cash flow, vážené priemerné náklady kapitálu

## **ABSTRACT**

SLEZÁK, Michal: Comparison of yield methods for enterprise value management purposes – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Management; – Department of Business Economy. – Final work leader: Ing. Milan Kubica, PhD. – Bratislava: FBM EU, 2025, 98 p.

This thesis provides a comprehensive examination and analysis of various approaches to business valuation. The objective is to offer an in-depth overview of valuation methods and their practical application in real-world business scenarios. The work begins by theoretically defining the concept of business value and its significance in strategic decision-making. It then thoroughly analyzes traditional and income-based valuation methods, including the business method, the discounted cash flow (DCF) method, the EVA method, and capitalization of earnings. In the practical part of the thesis, selected valuation methods were applied to a specific company, analyzing its financial situation and macroeconomic indicators. The results showed differences in values obtained using each method, highlighting their respective strengths and weaknesses. The thesis emphasizes the need for careful application of individual methods depending on specific conditions and valuation objectives. Our main contribution is a comprehensive analysis of the practical application of various valuation methods and identifying their suitability for different types of businesses. The thesis includes 39 tables and 4 graphs, supporting a comprehensive analysis of the practical application of various valuation methods.

**Key words:** company valuation, income based valuation methods, business method, EVA, discounted cash flow method, weighted average cost of capital

# Obsah

Úvod.....	12
<b>1. Súčasný stav danej problematiky doma i v zahraničí .....</b>	<b>13</b>
<b>1.1 Definícia hodnoty podniku .....</b>	<b>14</b>
<b>1.2 Význam hodnotenia podnikov .....</b>	<b>14</b>
<b>1.3 Hlavné zdroje informácií pre potreby ohodnotenia podniku .....</b>	<b>15</b>
<b>1.4 Typy metód ohodnotenia podniku.....</b>	<b>17</b>
1.4.1 Majetkové metódy.....	19
1.4.2 Výnosové metódy.....	22
1.4.3 Trhové metódy.....	26
1.4.4 Kombinované metódy.....	27
<b>1.5 Medzinárodné ohodnocovacie štandardy .....</b>	<b>29</b>
<b>1.6 Oceňovanie špecifických typov spoločností.....</b>	<b>31</b>
1.6.1 Mladé spoločnosti v raných fázach .....	31
1.6.2 Zrelé spoločnosti v transformácii.....	32
1.6.3 Upadajúce a ohrozené spoločnosti.....	32
1.6.4 Oceňovanie špecifických sektorov.....	33
1.6.5 Oceňovanie v špecifických kontextoch .....	34
<b>2. Cieľ práce.....</b>	<b>35</b>
<b>3. Metodika práce a metódy skúmania.....</b>	<b>36</b>
<b>3.1 Spôsob získavania údajov a ich zdroje .....</b>	<b>36</b>
<b>3.2 Použité metódy vyhodnotenia a interpretácie výsledkov .....</b>	<b>36</b>
<b>4. Výsledky práce .....</b>	<b>38</b>
<b>4.1 Predmet ohodnotenia .....</b>	<b>38</b>
<b>4.2 Makroekonomické ukazovatele a analýza odvetvia.....</b>	<b>39</b>
4.2.1 Makroekonomické ukazovatele .....	39
4.2.2 Sektorová analýza odvetvia.....	43
<b>4.3 Ex-post finančno-ekonomická analýza .....</b>	<b>47</b>
4.3.1 Vertikálna a horizontálna analýza .....	47
4.3.2 Finančné pomerové ukazovatele .....	54
<b>4.4 Ex Ante finančno ekonomická analýza .....</b>	<b>60</b>
<b>4.5 Finančný plán .....</b>	<b>62</b>
4.5.1 Finančný plán aktív .....	62
4.5.2 Finančný plán pasív.....	63
4.5.3 Finančný plán výkazu ziskov a strát .....	64
4.5.4 Finančný plán cash flow.....	66
<b>4.6 Výpočet spoločných vstupov pre ohodnotenie podniku .....</b>	<b>66</b>
4.6.1 Výpočet miery kapitalizácie .....	67

4.6.2	<i>Trvalo udržateľné tempo rastu</i> .....	71
<b>4.7</b>	<b>Výpočet hodnoty spoločnosti podnikateľskou metódou</b> .....	<b>74</b>
4.7.1	<i>Výpočet súčasných odčerpateľných zdrojov a pokračujúcej hodnoty podniku</i> .....	74
4.7.2	<i>Všeobecná hodnota podniku stanovená podnikateľskou metódou</i> .....	77
<b>4.8</b>	<b>Výpočet hodnoty podniku metódou diskontovaných peňažných tokov</b> .....	<b>78</b>
<b>4.9</b>	<b>Výpočet hodnoty podniku podľa pracovného excelu eValent</b> .....	<b>79</b>
4.9.1	<i>Hodnota podniku založená na odhadoch parametrov</i> .....	79
4.9.2	<i>Hodnota podniku vypočítaná pomocou metódy EVA</i> .....	83
4.9.3	<i>Výpočet hodnoty podniku pomocou kapitalizovaných ziskov</i> .....	85
<b>5.</b>	<b>Diskusia</b> .....	<b>89</b>
	<b>Záver</b> .....	<b>94</b>
	<b>Zoznam použitej literatúry</b> .....	<b>96</b>

## Zoznam tabuliek

Tabuľka 1: Vysvetlenie výpočtu likvidačnej hodnoty .....	21
Tabuľka 2: Vývoj minimálnej a priemernej mesačnej mzdy v Slovenskej republike .....	42
Tabuľka 3: Tržby za vlastné výkony a tovar pre SK NACE 27 Výroba elektrických zariadení .....	43
Tabuľka 4: Celkový vývoj cien v sektore 27 výroba elektrických zariadení spolu. ....	44
Tabuľka 5: Indexy cien priemyselných výrobcov podľa SK NACE - vývoz .....	46
Tabuľka 6: Vertikálna a horizontálna analýza aktív spoločnosti Elektrex, a.s. ....	48
Tabuľka 7: Vertikálna a horizontálna analýza pasív spoločnosti Elektrex, a.s. ....	50
Tabuľka 8: Vertikálna a horizontálna analýza výkazu ziskov a strát spoločnosti Elektrex, a.s. ....	52
Tabuľka 9: Ukazovatele likvidity spoločnosti Elektrex, a.s. ....	54
Tabuľka 10: Ukazovatele aktivity spoločnosti Elektrex, a.s. ....	56
Tabuľka 11: Ukazovatele zadlženosti spoločnosti Elektrex, a.s. ....	57
Tabuľka 12: Ukazovatele rentability spoločnosti Elektrex, a.s. ....	59
Tabuľka 13: Index bonity spoločnosti Elektrex, a.s. ....	60
Tabuľka 14: Altmanovo Z-skóre spoločnosti Elektrex, a.s. ....	61
Tabuľka 15: Index IN05 spoločnosti Elektrex, a.s. ....	61
Tabuľka 16: Finančný plán aktív spoločnosti Elektrex, a.s. ....	62
Tabuľka 17: Finančný plán pasív spoločnosti Elektrex, a.s. ....	63
Tabuľka 18: Finančný plán výkazu ziskov a strát spoločnosti Elektrex, a.s. ....	64
Tabuľka 19: Finančný plán cash flow spoločnosti Elektrex, a.s. ....	66
Tabuľka 20: Výpočet nákladov na cudzí kapitál zo súvahy .....	67
Tabuľka 21: Výpočet nákladov na cudzí kapitál z poskytnutých údajov o úveroch .....	68
Tabuľka 22: Parametre ovplyvňujúce výpočet nákladov na vlastný kapitál .....	70
Tabuľka 23: Výpočet aktivačného pomeru .....	72
Tabuľka 24: Analýza historického vývoja tržieb spoločnosti Elektrex, a.s. ....	73
Tabuľka 25: Analýza budúceho vývoja tržieb spoločnosti Elektrex, a.s. ....	73
Tabuľka 26: Plánované odpisy a investície .....	75
Tabuľka 27: Prírastok pracovného kapitálu .....	75
Tabuľka 28: Výpočet odčerpateľných zdrojov .....	76
Tabuľka 29: Výpočet súčasnej hodnoty odčerpateľných zdrojov .....	76
Tabuľka 30: Výpočet hodnoty podniku metódou diskontovaných peňažných tokov .....	78
Tabuľka 31: Vstupné hodnoty pre výpočet hodnoty podniku odhadom parametrov .....	80
Tabuľka 32: Výpočet hodnoty podniku odhadom pri konštantnom raste .....	81
Tabuľka 33: Výpočet hodnoty podniku odhadom pri mimoriadnom tempe rastu nasledované nulovým rastom .....	82
Tabuľka 34: Výpočet hodnoty podniku odhadom pri mimoriadnom tempe rastu nasledované stabilným rastom .....	83
Tabuľka 35: Výpočet investovaného kapitálu .....	84
Tabuľka 36: Výpočet NOPAT .....	84
Tabuľka 37: Výpočet EVA a diskontovanej EVA .....	85

Tabuľka 38: Výpočet váženého odnímateľného čistého výnosu.....	86
Tabuľka 39: Výpočet diskontovaných budúcich odnímateľných čistých výnosov.....	87

## **Zoznam grafov**

Graf 1: Vývoj inflácie v Slovenskej republike.....	39
Graf 2: Vývoj hrubého domáceho produktu v Slovenskej republike .....	40
Graf 3: Vývoj nezamestnanosti v Slovenskej republike .....	41
Graf 4: Výsledky ohodnotenia podniku pomocou rôznych metód.....	91

## Úvod

V tejto diplomovej práci sa budeme zaoberať problematikou ohodnocovania podnikov, a to z teoretického aj praktického hľadiska. Na začiatku budeme opisovať súčasný stav danej problematiky, ako v domácom, tak aj v zahraničnom kontexte. Budeme sa zaoberať definíciou hodnoty podniku a jej významom v podnikovej praxi. Význam hodnotenia podnikov spočíva v jeho využití pri strategických rozhodnutiach, ako sú akvizície, fúzie, či financovanie alebo možný predaj. Hlavné zdroje informácií potrebné pre ohodnotenie zahŕňajú finančné výkazy, trhové údaje a makroekonomické ukazovatele.

Ďalej budeme teoreticky skúmať rôzne typy metód ohodnotenia podniku, ako sú majetkové, výnosové, trhové, a kombinované metódy. Tieto metódy budeme podrobne analyzovať a vysvetľovať ich princípy a použitie. Poskytneme si aj vysvetlenie medzinárodných ohodnocovacích štandardov pre pochopenie fungovania danej problematiky v zahraničí. Cieľom tejto časti práce je poskytnúť ucelený prehľad oceňovacích metód a ich teoretických východísk.

Jasne si stanovíme hlavný cieľ práce, vrátane čiastkových cieľov, potom si popíšeme metódy, ktoré využijeme na získavanie a analýzu údajov.

V praktickej časti práce budeme aplikovať vybrané metódy ohodnotenia na konkrétny podnik a budeme skúmať ich praktické využitie. Budeme analyzovať finančné údaje a makroekonomické ukazovatele, ktoré sú potrebné pre ohodnotenie podniku, popíšeme si aj postup jednotlivých metód.

V diskusii budeme porovnávať výsledky získané pomocou jednotlivých metód a budeme identifikovať faktory, ktoré ovplyvňovali tieto výsledky. Budeme skúmať, ako sa rôzne metódy líšia a aké sú ich výhody a nevýhody. Táto práca tak ponúkne komplexný pohľad na ohodnotenie podnikov pomocou rôznych metód na konkrétnom príklade a jeho praktické využitie v súčasnom ekonomickom prostredí.

## 1. Súčasný stav danej problematiky doma i v zahraničí

Každý podnik, ktorý pôsobí na trhu, prechádza určitými fázami svojho vývoja, pričom jeho existencia je prirodzene ohraničená časom. Od momentu svojho vzniku až po prípadný zánik prechádza rôznymi etapami, ktoré odrážajú jeho pozíciu na trhu a schopnosť reagovať na meniace sa podmienky podnikateľského prostredia. V jednotlivých fázach životného cyklu podniku vznikajú situácie, ktoré si vyžadujú určenie hodnoty spoločnosti – či už z dôvodu zmien vlastníckych vzťahov, akvizícií, reštrukturalizácie, likvidácie, predaji alebo pri plánovaní ďalšieho rozvoja.

Oceňovanie podnikov ako samostatná oblasť ekonomickej a právnej praxe nadobúda v posledných rokoch stále väčší význam. Rýchlo rastúci počet odborných štúdií a publikácií svedčí o neustálej potrebe rozvoja teoretických aj praktických prístupov v tejto oblasti.

Cieľom tejto kapitoly je predstavenie teoretických východísk, ktoré sú nevyhnutné pre pochopenie podstaty procesu oceňovania podnikov. Analyzujeme základné pojmy, ako sú „hodnota podniku“ a rôzne iné pojmy, ktoré sa využívajú v praxi. Tieto teoretické poznatky nám umožnia lepšie uchopiť metodické postupy hodnotenia, ktoré budeme aplikovať v praktickej časti práce.

Problematika oceňovania podnikov nepredstavuje len technický proces stanovenia hodnoty, ale zahŕňa aj širšie aspekty, ktoré odrážajú strategický význam podniku v rámci hospodárskeho prostredia. Preto je dôležité spojiť teoretické poznatky s praktickou ukážkou, aby sme získali ucelený pohľad na túto oblasť. Týmto spôsobom sa práca snaží prispieť k hlbšiemu pochopeniu metód, ktoré tvoria základ pre efektívne hodnotenie podnikateľských subjektov.

## 1.1 Definícia hodnoty podniku

Hodnota podniku je pojem, ktorý sa neopiera výlučne o objektívne údaje, ale je výrazne ovplyvnená osobnými názormi a rozhodnutiami ľudí, ktorí pôsobia na trhu. Pri oceňovaní podniku sa preto nekladie dôraz na stanovenie všeobecnej „trhovej hodnoty“, ale na určenie konkrétnej hraničnej ceny, ktorá je relevantná pre daného účastníka možnej transakcie a zohľadňuje účel oceňovania. Tento prístup reflektuje skutočné podmienky trhu, kde predaj a kúpa podniku predstavujú rozhodnutia o investíciách a dezinvestíciách, založené na preferenciách subjektov, ich finančných možnostiach, časových prioritách a ďalších individuálnych faktoroch. Moderné štandardy oceňovania, ako sú IVS či IDW, kladú dôraz na praktické využitie výsledkov hodnotenia a odkláňajú sa od zavádzajúcich teoretických pojmov, ako je „vnútorná hodnota“ alebo „rovnovážna cena“, ktoré reálne nezohľadňujú dynamiku trhu a špecifiká mimotrhových transakcií. Hodnota podniku je preto vždy chápaná v kontexte konkrétneho účelu a konkrétneho subjektu, ktorý v transakcii vystupuje.<sup>1</sup>

## 1.2 Význam hodnotenia podnikov

Ohodnocovanie podnikov má široké využitie v rôznych oblastiach podnikania a ekonomiky, pričom účel tejto aktivity sa vždy prispôbuje konkrétnej situácii. Jednou z hlavných oblastí, kde sa oceňovanie využíva, sú transakcie spojené s kúpou a predajom podnikov. Pre kupujúceho ohodnotenie určuje maximálnu cenu, ktorú by mal za podnik zaplatiť, zatiaľ čo pre predávajúceho stanovuje minimálnu cenu, za ktorú je ochotný podnik predat'.

V prípade verejne obchodovaných spoločností sa ohodnotenie používa na porovnanie vypočítanej hodnoty podniku s cenou jeho akcií na burze, čo investorom pomáha rozhodnúť, či akcie kúpiť, predat' alebo si ich ponechať. Takisto umožňuje identifikovať podhodnotené spoločnosti vhodné na investovanie a slúži aj na porovnávanie potenciálu rôznych spoločností. Dôležitú úlohu zohráva aj pri primárnych

---

<sup>1</sup>KRABEC, Tomáš. Oceňování podniku a standardy hodnoty [elektronický zdroj]. 1.vyd. Praha : Grada Publishing a.s., 2009. s. 19. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-247-2865-0. Dostupné na: [https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=HB69\\_0dVjDEC&oi](https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=HB69_0dVjDEC&oi)

verejných ponukách akcií (IPO), kde pomáha určiť cenu, za ktorú budú akcie ponúknuté verejnosti.

Ohodnotenie podnikov sa tiež využíva pri dedičských konaniach a závetoch, kde umožňuje spravodlivo porovnať hodnotu podniku s ostatným majetkom a zabezpečiť jeho správne rozdelenie medzi dedičov.

Strategické rozhodovanie je ďalšou oblasťou, kde je ohodnocovanie podnikov nevyhnutné. Predstavuje základ pri rozhodovaní o pokračovaní podnikania, jeho rozvoji, predaji, zlúčení alebo ukončení činnosti. Rovnako je dôležité pre strategické plánovanie, pretože pomáha identifikovať produkty, trhy alebo zákazníkov, na ktoré by sa mal podnik zamerať, a umožňuje posúdiť dopad rôznych stratégií na tvorbu alebo pokles jeho hodnoty. Tieto rôznorodé využitia potvrdzujú, že ohodnocovanie podnikov je nenahraditeľným nástrojom v modernom podnikateľskom prostredí. Okrem toho nachádza uplatnenie pri odmeňovaní manažérov, kde slúži na meranie hodnoty, ktorú svojím pôsobením vytvorili.<sup>2</sup>

### **1.3 Hlavné zdroje informácií pre potreby ohodnotenia podniku**

Stanovenie hodnoty podniku je komplexný proces, ktorý si vyžaduje prístup k rôznorodým a presným informáciám. Tieto údaje slúžia ako základ pre analýzu finančného zdravia, výkonnosti a perspektívy podniku. V nasledujúcej kapitole sa zameriame na hlavné zdroje informácií, ktoré zohrávajú kľúčovú úlohu pri hodnotení podnikov.

Finančná analýza predstavuje základný nástroj na pochopenie stavu podniku. Jej cieľom je identifikovať silné a slabé stránky spoločnosti, pričom poskytuje odpovede na otázky týkajúce sa stability, výkonnosti a schopnosti generovať zisk. Táto analýza sa opiera o údaje z účtovnej závierky, ktorá obsahuje súvahu, výkaz ziskov a strát a prehľad

---

<sup>2</sup> FERNÁNDEZ, Pablo. *Company valuation methods. The most common errors in valuations* [elektronický zdroj]. Španielsko: IESE Business School, 2007. s.2-3. [citované 11.12.2024]. IESE Working Paper No.449. Dostupné na: [https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/36234952/COMMON\\_ERRORS\\_IN\\_VALUATION-libre.pdf](https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/36234952/COMMON_ERRORS_IN_VALUATION-libre.pdf)

o peňažných tokoch. Tieto dokumenty umožňujú analyzovať majetok, záväzky, príjmy a výdavky podniku.

Účtovná závierka je jedným z najdôležitejších zdrojov informácií pri hodnotení podniku. Poskytuje prehľad o finančnej situácii podniku za určité obdobie a umožňuje porovnať výsledky medzi jednotlivými obdobiami alebo podnikmi. Súvaha odhaľuje štruktúru aktív a pasív, čo je dôležité pri posudzovaní stability a likvidity podniku. Výkaz ziskov a strát zase ukazuje schopnosť generovať zisk prostredníctvom prevádzkových a finančných činností. Pri práci s účtovnou závierkou je potrebné zohľadniť aj legislatívne požiadavky na jej zostavovanie. Na Slovensku sú tieto pravidlá definované opatreniami Ministerstva financií SR, ktoré stanovujú formu a obsah jednotlivých výkazov. Aktuálne predpisy určujú aj spôsob vykazovania peňažných tokov.

Prehľad o peňažných tokoch (cash flow) poskytuje detailnú informáciu o príjmoch a výdavkoch podniku za určité obdobie. Tento výkaz je dôležitý pri hodnotení schopnosti podniku generovať hotovosť na pokrytie svojich záväzkov alebo investičných potrieb. Cash flow sa delí na tri hlavné časti:

- Peňažné toky z prevádzkovej činnosti,
- peňažné toky z investičnej činnosti,
- peňažné toky z finančnej činnosti.

Každá z týchto kategórií odhaľuje iný aspekt finančného zdravia podniku. Napríklad prevádzkové toky ukazujú schopnosť podniku financovať svoju každodennú činnosť, zatiaľ čo investičné toky naznačujú úroveň reinvestovania do rozvoja podniku.

Okrem účtovnej závierky zohrávajú významnú úlohu aj mimoúčtovné zdroje údajov. Sem patria interné reporty manažmentu, analýzy trhu alebo štatistické údaje o odvetví. Tieto informácie dopĺňajú účtovné dáta o širší kontext, ktorý môže byť užitočný pri identifikácii trendov alebo rizík. Napríklad analýzy trhu môžu odhaliť konkurenčné tlaky alebo nové príležitosti na rast.

Pri hodnotení podniku je potrebné brať do úvahy nielen kvantitatívne ukazovatele (napr. tržby, náklady či zisk), ale aj kvalitatívne faktory, ako sú kvalita manažmentu alebo reputácia podniku na trhu. Tieto faktory môžu výrazne ovplyvniť

budúce výsledky podniku a jeho schopnosť prispôbiť sa meniacim sa ekonomickým podmienkam.

Kombinácia rôznych zdrojov informácií je kľúčová pre presné stanovenie hodnoty podniku. Účtovná závierka poskytuje základný rámec pre analýzu, no jej doplnenie o mimoúčtovné údaje a kvalitatívne faktory umožňuje vytvoriť komplexný obraz o finančnom zdraví podniku. Tento proces je nevyhnutný na prijatie informovaných rozhodnutí týkajúcich sa riadenia hodnoty podniku.<sup>3</sup>

## 1.4 Typy metód ohodnotenia podniku

Výber správnej metódy ocenenia podniku je kľúčovým krokom v procese určovania jeho reálnej hodnoty. V článku Ireneusza Miciuły sa zdôrazňuje, že tento výber by mal byť prispôbený konkrétnemu cieľu a predmetu ocenenia, pretože rôzne metódy môžu viesť k odlišným výsledkom v závislosti od charakteristík podniku a podmienok na trhu.

Každá z metód má svoje výhody a nevýhody, a preto je dôležité zohľadniť špecifické okolnosti, za ktorých sa ohodnotenie vykonáva. Napríklad, ak je podnik známy svojou silnou schopnosťou generovať príjmy, výnosové metódy môžu poskytnúť presnejší obraz o jeho hodnote. Na druhej strane, ak je podnik v odvetví, kde sú dostupné údaje iných podnikov, porovnávacie metódy môžu byť efektívnejšie a rýchlejšie.

Nesprávny výber môže viesť k nepresným alebo skresleným výsledkom, čo môže mať vážne následky pre rozhodovanie o investíciách, fúziách, akvizíciách alebo iných obchodných transakciách. Je nevyhnutné, aby odborníci, ktorí vykonávajú ocenenie, mali dostatočné znalosti a skúsenosti, aby mohli správne zhodnotiť, ktorá metóda je najvhodnejšia pre daný podnik a situáciu.

Celkovo je výber správnej metódy ohodnotenia podniku zásadný pre dosiahnutie presných a spravodlivých výsledkov, ktoré budú slúžiť ako základ pre ďalšie obchodné

---

<sup>3</sup> JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku : Ako rýchlo a ľahko ohodnotiť podnik*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. s.32-42. [citované 9. 2. 2025]. ISBN 80-88870-48-8.

rozhodnutia. Je zdôraznené, že tento proces si vyžaduje dôkladné zváženie rôznych aspektov a metód, aby sa zabezpečila objektivnosť a konzistentnosť v procese ocenenia.<sup>4</sup>

Metódy hodnotenia majetku predstavujú komplexný proces, ktorý zahŕňa nielen kvantitatívne analýzy, ale aj kvalitatívne posúdenie podnikania. Neexistuje jediná univerzálne použiteľná metóda, preto je potrebné kombinovať rôzne prístupy a prispôbiť ich konkrétnej situácii. Hlavným cieľom je určiť vnútornú hodnotu podniku, čo zahŕňa spojenie číselných údajov s poznatkami o podniku a trhu, v ktorom pôsobí do vhodného modelu.

Medzi základné metódy patrí metóda diskontovaného cash flow (DCF), ktorá je teoretickým základom oceňovania najmä pre podniky s predvídateľným vývojom. Táto metóda sa však často dopĺňa využitím hodnotových multiplikátorov, ktoré môžu slúžiť ako alternatíva alebo ako nástroj na overenie výsledkov DCF modelu. Pri ich použití je potrebné zvážiť, či sú vhodnejšie multiplikátory na úrovni vlastného kapitálu, celkového kapitálu, alebo ich kombinácia. Multiplikátory, ako napríklad pomer ceny k zisku (P/E), ceny k účtovnej hodnote (P/B) alebo podnikovej hodnoty k zisku pred úrokmi a zdanením (EV/EBIT), sa používajú podľa konkrétnej situácie a charakteristík podniku. Pre podniky vo fáze reštrukturalizácie, prípadne pre tie s výrazne kolísavými ziskami, sa odporúča využitie pomeru ceny k tržbám (P/S) alebo EV/tržby, keďže tieto metódy nie sú závislé od stability ziskov. Na druhej strane, metóda likvidácie môže stanoviť spodnú hranicu hodnoty podniku, ale neberie do úvahy jeho perspektívy.

Dôležitým aspektom oceňovania je tiež správny výber a kombinácia metód, pričom je vhodné aplikovať aspoň dve rôzne metódy. To pomáha minimalizovať riziko chybných výsledkov, ktoré by mohli vzniknúť napríklad z dôvodu nadhodnotených rastových predpokladov či nesprávne stanovených diskontných sadzieb v DCF modeli. Pre úspešné hodnotenie je nevyhnutné dôkladne poznať trh, mať aktuálne dáta a dôkladne analyzovať obchodný model. Preto je užitočné preštudovať si podrobnú ročnú správu podniku, pričom je vhodné začať posudzovaním samotného obchodného modelu

---

<sup>4</sup>MICIUŁA, Ireneusz. Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości. In *Acta Universitatis Lodzianis: Folia Oeconomica* [online]. 2.vyd. Łódź : Łódź University Press, 2014. 327 s. [citované 15.12.2024] ISSN 0208-6018. Dostupné na: <https://czasopisma.uni.lodz.pl/foe/article/view/126/53>

ešte pred analýzou finančných údajov. Tento prístup môže zabrániť skresleniu spôsobenému prílišným zameraním na číselné údaje.

Najdôležitejším princípom v procese hodnotenia je sebadisciplína. Analytici alebo investori by sa nemali nechať ovplyvniť pocitom, že ich práca musí nevyhnutne viesť k pozitívnemu záveru. Kvalitné ohodnotenie nie je povinné zakončiť odporúčaním na kúpu/predaj podniku, pretože nesprávne rozhodnutie na základe zaujatosti môže mať vážne finančné dôsledky.<sup>5</sup>

### 1.4.1 Majetkové metódy

Majetkové metódy oceňovania podnikov sa zameriavajú na stanovenie hodnoty podniku prostredníctvom jeho majetku a záväzkov k danému okamihu. Tieto metódy sú založené na stavových veličinách a využívajú účtovné hodnoty aktív, pričom ich cieľom je odhadnúť hodnotu vlastného kapitálu podniku. Metóda účtovnej hodnoty určuje hodnotu podniku na základe účtovných hodnôt aktív po odpočítaní záväzkov. Jej hlavnou výhodou je jednoduchosť a priamočiarosť, pretože využíva dostupné účtovné informácie.

Majetkové metódy kladú dôraz na aktuálny stav majetku, pričom však nezohľadňujú budúce výnosy podniku. Ich slabinou je absencia prvkov, ako je goodwill, ktorý reflektuje nehmotnú hodnotu podniku. Napriek týmto obmedzeniam sú majetkové metódy užitočné pri hodnotení podnikov s jednoduchšou majetkovou štruktúrou alebo v prípadoch, kde sú výnosové metódy ťažko aplikovateľné.<sup>6</sup>

Substančná metóda predstavuje pokročilejší prístup k oceňovaniu majetku podniku, ktorý sa zameriava na reprodukčné náklady aktív. Tento prístup zahŕňa

---

<sup>5</sup>SCHMIDLIN, Nicolas. *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis : A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies* [elektronický zdroj]. Veľká Británia: John Wiley & sons, 2014. s. 228-229. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-111-8843-048 Dostupné na: [digitallibrary.loyolacollegekerala.edu.in:8080/jspu0Valuation%20and%20Financial%20Statement%20Analysis\\_%20A%20Value%20Investor\\_s%20Guide%20with%20Real-life%20Case%20Studies.pdf](http://digitallibrary.loyolacollegekerala.edu.in:8080/jspu0Valuation%20and%20Financial%20Statement%20Analysis_%20A%20Value%20Investor_s%20Guide%20with%20Real-life%20Case%20Studies.pdf)

<sup>6</sup>KISLINGEROVÁ, Eva. Hodnota podniku, její měření a řízení. In *Acta Oeconomica Pragensia* [online]. 4.vyd. Praha : Prague University of Economics and Business, 2005, s. 11-12 [citované 17.12.2024]. ISSN 0572-3043. Dostupné na: <https://aop.vse.cz/pdfs/aop/2005/04/01.pdf>

výpočet hodnoty podniku na základe reprodukčných obstarávacích hodnôt jednotlivých zložiek majetku, pričom sa od tejto hodnoty odpočítavajú záväzky. Výsledkom je čistá hodnota podniku.

Postup výpočtu hodnoty podniku substančnou metódou je nasledovný:

1. Najskôr sa vypočíta reprodukčná hodnota majetku, ktorá vyjadruje, koľko by musel investor zaplatiť, keby chcel podnik vybudovať nanovo.
2. Táto hodnota sa následne očistí o opotrebenie (amortizáciu).
3. Od tejto očistenej hodnoty sa odpočíta trhovú hodnotu všetkých cudzích zdrojov.

$$H = A + B + C + D - CP$$

kde:

- H: hodnota podniku stanovená substančnou metódou,
- A: hodnota pohľadávok za upísané vlastné imanie,
- B: hodnota investičného (dlhodobého) majetku,
- C: hodnota obežného majetku,
- D: hodnota ostatného majetku,
- CP: hodnota cudzích pasív.

Táto metóda je obzvlášť vhodná v prípadoch, keď podnik nemá jasne definovaný podnikateľský zámer alebo disponuje špecifickými aktívami, ktoré nie je možné využiť pre iný účel.

Likvidačná metóda je špecifický prístup, ktorý sa využíva najmä v situáciách, keď podnik ukončuje svoju činnosť alebo je nútený prejsť procesom likvidácie. Tento spôsob oceňovania vychádza zo skutočnosti, že všetky aktíva podniku budú predané a výnosy z ich predaja sa použijú na uspokojenie záväzkov voči veriteľom. Zvyšok, tzv. čisté obchodné imanie, sa následne rozdelí medzi vlastníkov podniku. Východiskovým bodom pre stanovenie likvidačnej hodnoty je súvaha podniku, ktorá poskytuje prehľad o jeho aktívach a pasívach.

Proces stanovenia likvidačnej hodnoty zahŕňa niekoľko krokov. Najskôr sa odhadne hodnota jednotlivých majetkových zložiek, ako sú pohľadávky, zásoby či dlhodobý majetok. Následne sa vypočíta hodnota cudzích zdrojov, teda záväzkov, ktoré je potrebné vyrovnať. Ďalej sa analyzujú náklady spojené s procesom likvidácie, ako sú právne služby, administratívne výdavky a ďalšie náklady. Výsledná likvidačná hodnota sa stanoví ako rozdiel medzi hodnotou aktív a záväzkov po zohľadnení nákladov na likvidáciu.

Tabuľka 1: Vysvetlenie výpočtu likvidačnej hodnoty

1. Výpočet hodnoty jednotlivých majetkových súčastí	Zahŕňa identifikáciu a ocenenie všetkých aktív podniku, ako sú pohľadávky, zásoby, dlhodobý majetok či finančné investície.
2. Výpočet hodnoty cudzích zdrojov	Ide o identifikáciu a ocenenie všetkých záväzkov voči veriteľom vrátane krátkodobých a dlhodobých dlhov.
3. Analýza nákladov spojených s likvidáciou	Do úvahy sa berú náklady na predaj aktív, právne služby, administratívne výdavky či iné výdavky spojené s procesom likvidácie.
4. Výpočet celkovej likvidačnej hodnoty	$H_L = A_L + B_L + C_L + D_L + O_L - CPL - N_L$

Likvidačná hodnota sa vypočíta podľa vzorca:

$$H_L = A_L + B_L + C_L + D_L + O_L - CPL - N_L$$

kde:

- $H_L$  : likvidačná hodnota,
- $A_L$  : hodnota pohľadávok za upísané vlastné imanie,
- $B_L$  : hodnota stálych aktív,
- $C_L$  : hodnota obežných aktív,
- $D_L$  : hodnota ostatných aktív,
- $O_L$  : hodnota iných aktív neuvedených v predchádzajúcich položkách,
- $CPL$  : hodnota cudzích zdrojov potrebných na vysporiadanie záväzkov,
- $N_L$  : celkové náklady spojené s procesom likvidácie.

Likvidačná metóda je praktická najmä pri rozhodovaní o ukončení činnosti podniku alebo jeho reštrukturalizácii. Jej význam spočíva v určení minimálnej hodnoty podniku, ktorú možno považovať za spodnú hranicu pri ďalších rozhodnutiach. Tento prístup sa využíva aj pri fundamentálnej analýze cenných papierov spoločností v úpadku. Celý proces likvidácie je upravený príslušnými ustanoveniami Obchodného zákonníka. Ten okrem iného stanovuje povinnosť likvidátora podať návrh na vyhlásenie konkurzu v prípade predĺženia spoločnosti a definuje pravidlá pre uspokojenie nárokov veriteľov a rozdelenie čistého obchodného imania medzi spoločníkov.<sup>7</sup>

#### 1.4.2 Výnosové metódy

Model diskontovaného cash flow (DCF) je založený na diskontovaní budúcich peňažných tokov s cieľom určiť spravodlivú hodnotu spoločnosti. Tento prístup vychádza z predpokladu, že hodnota spoločnosti, či už ako celku (hodnota dlhu a vlastného kapitálu), alebo len hodnota vlastného kapitálu, závisí predovšetkým od budúcich peňažných tokov a vhodne zvoleného diskontného faktora. Pri hodnotení sa peňažné toky obvykle detailne plánujú na obdobie 5–10 rokov a následne sa predpokladá ich konštantný rast, ktorý tvorí tzv. terminálnu (inak: pokračujúcu) hodnotu. Celková hodnota je tak zložená z diskontovanej hodnoty plánovaného obdobia a terminálnej/pokračujúcej hodnoty. Ak existujú neprevádzkové aktíva, ako napríklad nevyužívané nehnuteľnosti alebo vysoké hotovostné rezervy, zvyčajne sa zahrnú do konečnej hodnoty bez toho, aby ovplyvnili samotné peňažné toky.

DCF modely sa rozdeľujú na tri hlavné prístupy: metódu vlastného kapitálu, metódu entitnú a metódu upravenej súčasnej hodnoty (APV). Hlavný rozdiel medzi nimi spočíva v tom, aké peňažné toky sa používajú a aké diskontné sadzby sa aplikujú. V teórii by však všetky tieto metódy mali dospieť k rovnakému výsledku. Entitná a APV metóda určujú hodnotu celého podniku (enterprise value), zatiaľ čo metóda vlastného kapitálu priamo určuje hodnotu vlastného kapitálu akcionárov.

---

<sup>7</sup>JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku : Ako rýchlo a ľahko ohodnotiť podnik*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. s.73-77. [citované 9. 2. 2025]. ISBN 80-88870-48-8

Výpočet hodnoty vlastného kapitálu z celkovej hodnoty podniku zahŕňa odpočítanie hodnoty čistého dlhu.

Pri výpočte hodnoty podniku sa berú do úvahy peňažné toky všetkých kapitálových poskytovateľov, vrátane veriteľov. Preto je do cash flow pripočítaný aj úrok z finančných záväzkov. V entitnej a APV metóde sa peňažné toky diskontujú váženými priemernými nákladmi kapitálu (WACC), pričom APV metóda osobitne zohľadňuje daňové výhody dlhu vo forme tzv. daňového štítu. Naopak metóda vlastného kapitálu zohľadňuje len peňažné toky určené pre akcionárov, ktoré diskontuje nákladmi na vlastný kapitál ( $N_{vk}$ ), a priamo vypočíta hodnotu vlastného kapitálu. Táto hodnota sa následne delí počtom akcií, aby sa získala hodnota na akciu. Hoci existujú rôzne prístupy, výber vhodného modelu závisí od konkrétnej situácie, čo poskytuje flexibilitu pri oceňovaní spoločnosti.<sup>8</sup>

WACC (Weighted Average Cost of Capital) predstavuje priemerné náklady kapitálu vážené podielmi dlhu a vlastného kapitálu v štruktúre financovania podniku. Tento ukazovateľ slúži na odhad nákladov, ktoré podnik vynakladá na získanie kapitálu, a používa sa najmä pri výpočte diskontovanej hodnoty voľných peňažných tokov (DCF). WACC zahŕňa náklady na vlastný kapitál, náklady na dlh a zohľadňuje daňové úspory z dlhového financovania (tzv. daňový štít).

WACC sa často používa aj pri rozhodovaní o investíciách, pretože predstavuje minimálnu návratnosť, ktorú musí projekt dosiahnuť, aby vytváral hodnotu pre akcionárov. Pre podniky s vysokou zadlženosťou je však dôležité, aby správne zohľadnili daňové štíty a rizikové prirážky, ktoré môžu ovplyvniť výpočet.

WACC je efektívnym nástrojom na vyjadrenie nákladov kapitálu podniku. Jeho presný výpočet si však vyžaduje dôkladnú analýzu jednotlivých komponentov,

---

<sup>8</sup>SCHMIDLIN, Nicolas. *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis : A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies* [elektronický zdroj]. Veľká Británia: John Wiley & sons, 2014. s. 161-162. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-111-8843-048 Dostupné na: [digitallibrary.lovolacollegekerala.edu.in:8080/jspu0Valuation%20and%20Financial%20Statement%20Analysis\\_%20A%20Value%20Investor\\_s%20Guide%20with%20Real-life%20Case%20Studies.pdf](http://digitallibrary.lovolacollegekerala.edu.in:8080/jspu0Valuation%20and%20Financial%20Statement%20Analysis_%20A%20Value%20Investor_s%20Guide%20with%20Real-life%20Case%20Studies.pdf)

ako sú náklady na vlastný kapitál a dlh, a vhodný prístup k odhadu trhovej hodnoty týchto zdrojov financovania.<sup>9</sup>

Metóda EVA (Economic Value Added) predstavuje spôsob merania finančného výkonu spoločnosti, ktorý sa zameriava na vytváranie hodnoty pre akcionárov. Teoretické základy tejto metódy siahajú k prácam Modiglianiho a Millera, neskôr rozšíreným v teórii principal-agent a v teórii maximalizácie hodnoty. Podľa Stewarta (1999) je EVA definovaná ako reziduálny príjem, kde sa od účtovného výsledku spoločnosti odpočítajú náklady na celý kapitál – teda náklady na vlastný kapitál aj na dlh. Ak spoločnosť nedosahuje návratnosť vyššiu, než sú tieto kapitálové náklady, funguje v podstate so stratou. EVA je však viac než len ukazovateľ výkonnosti; je základom komplexného systému finančného riadenia, rozhodovania a motivácie, ktorý zapája zamestnancov do procesu zvyšovania hodnoty pre akcionárov, zákazníkov aj samotných zamestnancov.

Tento ukazovateľ umožňuje manažérom efektívnejšie riadiť kapitál, ktorý prestávajú vnímať ako neobmedzený zdroj, ale začleňujú ho do kalkulácie návratnosti projektov. EVA má významnú výhodu v tom, že sa dá aplikovať na úrovni jednotlivých obchodných jednotiek spoločnosti, čo umožňuje sledovať zmeny vo výkonnosti a začleniť tento ukazovateľ priamo do prevádzkových procesov.

Hoci je EVA úzko spojená s MVA (Market Value Added), ktorá reprezentuje čistú súčasnú hodnotu spoločnosti vypočítanú kapitálovým trhom, EVA má širšie využitie. Na rozdiel od MVA, ktorá je obmedzená na hodnotenie celkovej hodnoty podniku podľa trhu a nemôže byť použitá ako smerový ukazovateľ pre každodenné rozhodnutia, EVA tieto obmedzenia prekonáva. Kritici metódy EVA, ako napríklad Damodaran (2006), upozorňujú na riziko, že ak sa manažéri hodnotia len na základe tohto ukazovateľa, môžu byť motivovaní znižovať investovaný kapitál, čo môže viesť k umelému zvýšeniu EVA bez reálnej tvorby hodnoty. Napriek tomu zostáva

---

<sup>9</sup>KOLLER, Tim – GOEDHART, Marc – WESSELS, David. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition* [elektronický zdroj]. 5.vyd. New Jersey : John Wiley & Sons, 2010. s. 235-237. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-0-470-42470-4. Dostupné na: <https://books.google.sk/books?hl=sk&lr&id=XZ8JcBgItoC&oi>

EVA užitočným nástrojom pre racionálne riadenie kapitálu a podporu rozhodovania v rámci spoločnosti.<sup>10</sup>

Základná konštrukcia ukazovateľa EVA vychádza z dvoch kľúčových premenných: čistého prevádzkového zisku po zdanení (NOPAT) a celkového investovaného kapitálu (K). Pri výpočte sa zároveň berú do úvahy vážené priemerné náklady kapitálu (WACC), ktoré zahŕňajú náklady na vlastný aj cudzí kapitál. Výsledná hodnota EVA tak odráža, či podnik dokáže generovať výnosy vyššie, než sú jeho kapitálové náklady. Vzorec pre výpočet EVA je nasledovný:

$$EVA = NOPAT - [WACC(i) \times K]$$

kde:

- NOPAT: čistý prevádzkový zisk po zdanení,
- WACC: vážené priemerné náklady kapitálu,
- K: celkový investovaný kapitál.

Významnou výhodou metódy EVA je jej flexibilita, ktorá umožňuje jej aplikáciu na rôzne úrovne riadenia podniku. Okrem hodnotenia celkovej výkonnosti spoločnosti sa môže používať aj na analýzu jednotlivých obchodných jednotiek alebo projektov. Napríklad relatívna EVA, ktorú vyvinula London Business School, umožňuje porovnávať efektivitu rôznych divízií alebo projektov s ohľadom na ich pracovnú a kapitálovú intenzitu.

$$\text{Relatívna EVA} = \frac{\text{Osobné náklady}}{\text{Osobné náklady} + [WACC(i) \times K]}$$

Tento ukazovateľ poskytuje manažérom presnejší pohľad na to, aký podiel hodnoty pre akcionárov vytvárajú jednotlivé časti podniku.

Hoci je metóda EVA široko uznávaná, má aj svoje obmedzenia. Kritici upozorňujú, že prílišné zameranie na tento ukazovateľ môže viesť k nesprávnym

---

<sup>10</sup>KISS, Anita. Implementation Of Corporate Valuation Techniques In Practice. In *University of Oradea : Annals of Faculty of Economics* [online]. 1.vyd. Oradea : Oradea University Press, 2015. s. 835-836 [citované 10.12.2024]. ISSN 1582-5450. Dostupné na: <https://anale.steconomieuoradea.ro/volume/2015/n1/095.pdf>

manažérskym rozhodnutiam. Preto je dôležité používať tento ukazovateľ v kombinácii s inými metrikami a vždy brať do úvahy špecifiká konkrétneho podniku.

V praxi sa metóda EVA stáva základom komplexného systému finančného riadenia, ktorý zahŕňa analýzu výkonnosti, alokáciu zdrojov a motiváciu zamestnancov. Jej aplikácia umožňuje manažérom efektívnejšie riadiť kapitál a prijímať rozhodnutia, ktoré vedú k dlhodobému rastu hodnoty podniku.<sup>11</sup>

### 1.4.3 Trhové metódy

Medzi hlavnú metódu patrí metóda porovnateľných spoločností. Používa sa analýza násobkov, ktorá je dôležitým nástrojom pri hodnotení projektov, divízií a spoločností. Táto metóda, založená na porovnávaní finančných ukazovateľov medzi spoločnosťami, je doplnkom k analýze diskontovaných peňažných tokov (DCF), ktorá je síce presná a flexibilná, no jej úspešnosť závisí od kvality predpokladov do budúcnosti. Porovnávací metóda analýzou násobkov umožňuje overiť či sú prognózy peňažných tokov realistické, vysvetľovať rozdiely vo výkonnosti medzi spoločnosťou a jej konkurenciou a diskutovať o tom, ktoré spoločnosti majú strategickú pozíciu na vytváranie väčšej hodnoty v porovnaní s ostatnými hráčmi v odvetví.

Porovnanie zahŕňa dve hlavné časti. Na jednej strane sa analyzujú údaje o trhu, medzi ktoré patrí hodnota vlastného kapitálu (trhová kapitalizácia), hodnota dlhu, hrubá hodnota podniku (kombinovaná hodnota vlastného kapitálu a dlhu) a čistá hodnota podniku (hrubá hodnota znížená o neprevádzkové aktíva). Na druhej strane sa sledujú tri typy násobkov, ktoré využívajú čistú hodnotu: čistá hodnota podniku vydelená predpokladanými tržbami na nasledujúci rok, čistá hodnota podniku vydelená ziskom pred úrokmi, daňami, odpismi a amortizáciou (EBITDA)

---

<sup>11</sup> JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku : Ako rýchlo a ľahko ohodnotiť podnik*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. s.57-64. [citované 9. 2. 2025]. ISBN 80-88870-48-8

a čistá hodnota podniku vydelená ziskom pred úrokmi, daňami a amortizáciou nadobudnutých nehmotných aktív (EBITA).<sup>12</sup>

Metóda porovnateľných spoločností, ako nástroj relatívneho oceňovania, sa opiera o identifikáciu podnikov s podobnými charakteristikami, ako sú cash flow, rastový potenciál a rizikový profil. Aplikácia trhových násobkov si vyžaduje štandardizáciu cien, najčastejšie transformáciou cien na násobky ziskov, účtovnej hodnoty alebo tržieb.

Medzi bežne používané násobky patria P/E (pomer ceny a zisku na akciu), EV/EBITDA (pomer hodnoty podniku k zisku pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortizáciou) a P/S (pomer ceny k tržbám). Dôležitou súčasťou je analýza faktorov, ktoré ovplyvňujú násobky, ako sú rast, riziko a potenciál tvorby cash flow.

Pri porovnávaní firiem je nevyhnutné zohľadniť rozdiely v účtovných štandardoch, ktoré môžu významne ovplyvniť vykazované zisky a účtovné hodnoty. Podniky v rôznych krajinách alebo s odlišnými účtovnými politikami nemusia byť priamo porovnateľné bez úprav. Ak je to možné, odporúča sa štandardizovať údaje, aby sa eliminoval vplyv týchto rozdielov.

Pri použití trhových násobkov je kľúčové mať na pamäti, že ide o relatívne ukazovatele, ktoré odzrkadľujú aktuálnu situáciu trhu. Preto by sa mali používať s opatrnosťou a v kombinácii s inými metódami oceňovania.<sup>13</sup>

#### 1.4.4 Kombinované metódy

Kombinované metódy predstavujú syntézu majetkových a výnosových prístupov k oceňovaniu podnikov. Ich hlavným cieľom je prekonať nedostatky jednotlivých metód tým, že spájajú hodnotu aktív podniku s jeho schopnosťou

---

<sup>12</sup>KOLLER, Tim – GOEDHART, Marc – WESSELS, David. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition* [elektronický zdroj]. 5.vyd. New Jersey : John Wiley & Sons, 2010. s. 313. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-0-470-42470-4. Dostupné na: <https://books.google.sk/books?hl=sk&lr&id=XZ8JcBgIt0C&oi>

<sup>13</sup> DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. vyd. Hoboken : John Wiley & Sons, 2012. s.651-778. [citované 9. 2. 2025] ISBN 978-1-118-01152-2.

generovať budúce výnosy. Tieto metódy sú obzvlášť užitočné v prípadoch, keď samotné majetkové alebo výnosové metódy neposkytujú dostatočne presný obraz o hodnote podniku.

Schmalenbachova metóda, známa aj ako metóda strednej hodnoty, bola vyvinutá nemeckým ekonómom Schmalenbachom. Tento prístup predpokladá, že hodnota podniku je tvorená rovnakým dielom hodnoty jeho majetku a budúcimi výnosmi. Výsledná hodnota sa vypočíta ako aritmetický priemer majetkovej a výnosovej hodnoty.

Táto metóda je vhodná najmä pre podniky, kde existuje vzájomná závislosť medzi hodnotou majetku a schopnosťou generovať výnosy, napríklad v odvetviach strojárstva alebo spracovateľského priemyslu. Naopak, nie je vhodná pre podniky orientované na služby, kde je dominantná zložka goodwillu alebo iných nehmotných aktív.

Metóda váženej strednej hodnoty predstavuje rozšírenie Schmalenbachovej metódy. Na rozdiel od jednoduchého aritmetického priemeru umožňuje táto metóda zohľadniť rôznu dôležitosť majetkovej a výnosovej zložky prostredníctvom váh. Váhy sa stanovujú na základe špecifik konkrétneho podniku a odvetvia.

Tento prístup je flexibilnejší a umožňuje lepšie reflektovať reálnu situáciu podniku. Napríklad v odvetviach s vysokou intenzitou kapitálu môže byť väčšia váha pridelená majetkovej hodnote, zatiaľ čo v službách sa kladie dôraz na výnosovú zložku. Dôležitým aspektom tejto metódy je správne určenie váh, ktoré by mali byť založené na odborných analýzach a poznatkoch o trhu.

Metóda nadzisku kombinuje prvky majetkového a výnosového oceňovania, pričom kladie dôraz na schopnosť podniku generovať nadbytočný cash flow. Tento prístup zahŕňa analýzu trhovej hodnoty hmotného majetku podniku, normalizovaného cash flow a miery výnosnosti aktív.

Postup pri tejto metóde zahŕňa:

1. Stanovenie trhovej hodnoty čistého hmotného majetku.
2. Výpočet normalizovaného cash flow alebo priemerných výnosov.
3. Určenie primeranej miery výnosnosti hmotných aj nehmotných aktív.

4. Pripočítanie hodnoty nehmotných aktív k hodnote hmotných aktív na získanie celkovej hodnoty podniku.

Táto metóda sa často využíva pri oceňovaní menších podnikov v USA, no jej aplikácia vyžaduje dôkladnú finančnú analýzu a kvalitné odborné posúdenie.

Kombinované metódy poskytujú komplexný pohľad na hodnotu podniku tým, že zohľadňujú aktuálnu hodnotu jeho aktív aj budúci potenciál generovania výnosov. Sú flexibilné a umožňujú prispôbenie špecifickým potrebám konkrétneho odvetvia alebo typu podniku.

Napriek svojim výhodám majú kombinované metódy aj určité nevýhody. Ich aplikácia si vyžaduje rozsiahle údaje a analýzy, čo môže byť časovo aj finančne náročné. Navyše, nesprávne určenie váh alebo predpokladov môže viesť k skresleným výsledkom.<sup>14</sup>

## 1.5 Medzinárodné ohodnocovacie štandardy

Medzinárodné ohodnocovacie štandardy (International Valuation Standards – IVS) zohrávajú kľúčovú úlohu pri vytváraní transparentnosti a dôveryhodnosti v oblasti ohodnocovania majetku. Úlohou Medzinárodnej rady pre ohodnocovacie štandardy (International Valuation Standards Council – IVSC) je nielen rozvíjať a presadzovať tieto štandardy na globálnej úrovni, ale aj poskytovať odborné zázemie pre profesiu ohodnocovania. Tieto dve zložky činnosti IVSC sú navzájom prepojené a predstavujú základ pre harmonizáciu princípov a procesov ohodnocovania na medzinárodnej úrovni.

Jednou z hlavných úloh IVSC je vytvárať konceptuálne a princípmi riadené štandardy, ktoré je možné implementovať v rôznych krajinách sveta. To si vyžaduje nielen dôsledné uplatňovanie týchto štandardov na národnej úrovni prostredníctvom regulačných orgánov, ale aj rozvoj doplnkových a koherentných národných štandardov tam, kde je to potrebné. Ak je ohodnotenie majetku vykonané v súlade s IVSs, predpokladá sa, že všetky relevantné normy boli dodržané a boli zohľadnené

---

<sup>14</sup> JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku : Ako rýchlo a ľahko ohodnotiť podnik*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. s.57-64. [citované 9. 2. 2025]. ISBN 80-88870-48-8

odporúčania vydané IVSC. Na rozdiel od niektorých národných alebo regionálnych štandardov, ktoré sú záväzné len pre členov konkrétnych profesijných organizácií a krajín, IVSs nie sú pre ohodnocovateľov záväzné, pokiaľ explicitne neuvádzajú, že pracujú v súlade s týmito štandardmi.

IVS obsahujú požiadavky, ktoré musia byť splnené na dosiahnutie súladu s týmito normami. Krajiny alebo regióny bez vlastných štandardov môžu tieto medzinárodné štandardy prijať ako svoje de facto národné normy. IVSC tak ponúka princípovo orientované normy, ktoré sú dopĺňané odporúčaniami s cieľom zabezpečiť ich univerzálnu aplikovateľnosť. Členské profesijné organizácie (VPO) majú následne za úlohu vypracovať národné štandardy alebo usmernenia, ktoré sú v súlade s IVS a zároveň zohľadňujú špecifiká danej oblasti.

Harmonizácia ohodnocovacích pravidiel medzi jednotlivými krajinami je jednou z hlavných politík IVSC. Tým, že národné štandardy členských profesijných organizácií zohľadňujú IVS, dochádza k zosúladeniu pravidiel medzi jednotlivými krajinami a k dosiahnutiu globálnej regulačnej konvergencie. V rozvojových krajinách, ktoré nemajú vlastné štandardy, IVS často slúžia ako základné pravidlá.

Príkladom harmonizácie na národnej úrovni je Veľká Británia, kde Kráľovský inštitút autorizovaných znalcov (Royal Institution of Chartered Surveyors – RICS) preberá IVS do svojich národných noriem. Tieto normy, známe ako „RICS Red Book“, sú záväzné pre členov RICS vo Veľkej Británii. Red Book obsahuje povinné profesijné štandardy, povinné ohodnocovacie postupy a usmernenia, ktoré sú upravené tak, aby zohľadňovali špecifické legislatívne a regulačné požiadavky v kontexte Veľkej Británie. Týmto spôsobom zabezpečuje RICS súlad medzi globálnymi princípmi IVSC a národnými potrebami, čím prispieva k medzinárodnej harmonizácii a efektívnemu fungovaniu trhu.

Medzinárodné štandardy oceňovania sa líšia v prístupe k reguláciám a aplikácie štandardov, čo ovplyvňuje ich využitie v rôznych častiach sveta. IVS umožňujú prispôbenie lokálnym potrebám, čím podporujú ich širšie prijatie. Naproti tomu, USPAP, používané v USA a Kanade, predstavujú prísnejší regulačný rámec. Tieto štandardy sú záväzné pre odborníkov v daných krajinách a kladú dôraz na konzistentnosť v rámci ich jurisdikcií. EVS (European valuation standards), ktoré spravuje organizácia

TEGoVA, sú navrhnuté špecificky pre európsky trh. Často zohľadňujú legislatívne požiadavky členských štátov EÚ, čím sa líšia od globálnejšieho prístupu IVS. Tieto rozdiely môžu viesť k odlišným výsledkom pri oceňovaní, najmä pri hodnotení medzinárodne diverzifikovaných portfólií. Napríklad, metódy USPAP môžu byť menej vhodné pre trhy s obmedzeným prístupom k údajom, kde IVS ponúkajú väčšiu adaptabilitu. EVS zase kladú dôraz na súlad s európskymi právnymi normami, čo zvyšuje ich relevantnosť pre investície v rámci EÚ. Pre investorov a odborníkov v oblasti oceňovania je kľúčové porozumieť týmto rozdielom pri interpretácii výsledkov a ich využití v rôznych geografických kontextoch.<sup>15</sup>

## 1.6 Oceňovanie špecifických typov spoločností

Proces oceňovania podnikov nie je vždy jednoduchý a priamočiary. Existujú rôzne typy spoločností, ktoré predstavujú pre oceňovateľov osobitné výzvy. V tejto kapitole sa zameriame na niekoľko špecifických kategórií firiem, ktoré si vyžadujú osobitný prístup pri oceňovaní. Pozrieme sa na mladé spoločnosti v raných fázach životného cyklu, zrelé podniky prechádzajúce transformáciou a upadajúce či ohrozené podniky. Preskúmame tiež špecifiká oceňovania finančných inštitúcií, spoločností s významným podielom nehmotného majetku a firiem pôsobiacich v cyklických či komoditných odvetviach. Napokon sa budeme venovať problematike oceňovania spoločností na rozvíjajúcich sa trhoch a súkromných firiem.

### 1.6.1 Mladé spoločnosti v raných fázach

Oceňovanie mladých, rýchlo rastúcich firiem predstavuje jedinečnú výzvu. Tieto spoločnosti majú často len krátku históriu, nízke alebo žiadne príjmy a vysoké prevádzkové straty. Zároveň čelia značnému riziku zlyhania.

---

<sup>15</sup>PARKER, David. *International Valuation Standards : A Guide to the Valuation of Real Property Assets* [elektronický zdroj]. 1.vyd. London : John Wiley & Sons, 2016, s.13-28 [citované 17.12.2024]. ISBN 978-111-8329-795. Dostupné na: <https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=zqs7CwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA15&dq>

Pri oceňovaní takýchto firiem je kľúčové zamerať sa na budúci potenciál rastu, namiesto spoliehania sa na historické údaje. Analytici musia odhadnúť veľkosť potenciálneho trhu a schopnosť podniku získať na ňom významný podiel. Dôležité je tiež posúdiť kvalitu manažmentu a jedinečnosť ponúkaného produktu či služby.

Metóda diskontovaných peňažných tokov môže byť pri týchto spoločnostiach problematická kvôli negatívnym tokom v súčasnosti. Namiesto toho sa často využívajú scenárové analýzy alebo modely reálnych opcií, ktoré dokážu lepšie zachytiť potenciál budúceho rastu.

### *1.6.2 Zrelé spoločnosti v transformácii*

Zrelé podniky, ktoré prechádzajú významnými zmenami, predstavujú ďalšiu výzvu pre oceňovateľov. Tieto spoločnosti môžu mať dlhú históriu, ktorá však už nemusí byť relevantná pre ich budúcnosť.

Pri oceňovaní je potrebné rozlíšiť medzi existujúcimi aktívami a novými investičnými príležitosťami. Analytici musia posúdiť, ako úspešne dokáže podnik implementovať zmeny a aký vplyv budú mať na budúce peňažné toky a rizikovosť podnikania. Kľúčové je tiež zohľadniť potenciálne úspory nákladov alebo doplnkové výhody, ktoré môžu vzniknúť v dôsledku reštrukturalizácie. Zároveň treba brať do úvahy jednorazové náklady spojené s transformáciou.

### *1.6.3 Upadajúce a ohrozené spoločnosti*

Oceňovanie firiem v úpadku alebo čeliacich významnému riziku zlyhania si vyžaduje osobitný prístup. Tieto spoločnosti môžu mať dlhú históriu, ktorá však nie je relevantná pre ich súčasnú situáciu. Často majú klesajúce tržby, nízke alebo záporné marže a vysoké dlhové zaťaženie.

Pri oceňovaní je potrebné zvážiť niekoľko scenárov vrátane možnosti bankrotu alebo likvidácie. Dôležité je posúdiť hodnotu aktív pri nútenej likvidácii a

porovnať ju s hodnotou podniku ako fungujúceho podniku. Analytici musia tiež zohľadniť právne a regulačné aspekty, ktoré môžu ovplyvniť rozdelenie hodnoty medzi rôzne skupiny veriteľov a akcionárov v prípade bankrotu.

#### *1.6.4 Oceňovanie špecifických sektorov*

Oceňovanie finančných inštitúcií, ako sú banky či poisťovne, predstavuje osobitné výzvy. Tieto podniky majú často komplexné súvahy s množstvom finančných nástrojov, ktorých ocenenie môže byť náročné. Pri oceňovaní je kľúčové porozumieť regulačnému prostrediu, v ktorom inštitúcia pôsobí, vrátane kapitálových požiadaviek a obmedzení týkajúcich sa investícií či poskytovania úverov. Analytici musia tiež zohľadniť kvalitu úverového portfólia, úrokové riziko a ďalšie špecifické riziká finančného sektora. Tradičné metódy oceňovania, ako je diskontovanie dividend, môžu byť v tomto prípade vhodnejšie ako modely založené na voľných peňažných tokoch.

Podniky s vysokým podielom nehmotného majetku, ako sú technologické či farmaceutické spoločnosti, predstavujú ďalšiu výzvu pre oceňovateľov. Hodnota týchto firiem často závisí od patentov, značiek, know-how či ľudského kapitálu, ktoré sa ťažko kvantifikujú. Pri oceňovaní je dôležité identifikovať a oceniť kľúčové nehmotné aktíva. To môže zahŕňať analýzu patentového portfólia, hodnotenie sily značky či posúdenie výdavkov na výskum a vývoj. Analytici musia tiež zvážiť, ako dlho dokáže podnik udržať svoju konkurenčnú výhodu založenú na nehmotných aktívach a ako sa to premietne do budúcich peňažných tokov.

Oceňovanie firiem v cyklických odvetviach alebo komoditných sektoroch si tiež vyžaduje osobitný prístup. Tieto spoločnosti sú často vystavené významným výkyvom v tržbách a ziskoch v závislosti od fázy ekonomického cyklu alebo cien komodít. Pri oceňovaní je dôležité zohľadniť dlhodobé trendy v odvetví a nesnažiť sa extrapolovať krátkodobé výkyvy. Analytici by mali pracovať s normalizovanými úrovňami ziskovosti a peňažných tokov. Kľúčové je tiež posúdiť schopnosť podniku prežiť obdobia poklesu a jeho flexibilitu pri prispôbovaní sa meniacim sa podmienkam na trhu.

### 1.6.5 Oceňovanie v špecifických kontextoch

Oceňovanie firiem pôsobiacich na rozvíjajúcich sa trhoch prináša dodatočné výzvy. Tieto trhy sú často charakterizované vyššou mierou politického a ekonomického rizika, menšou likviditou a nižšou úrovňou transparentnosti. Pri oceňovaní je potrebné zohľadniť riziko krajiny, ktoré môže zahŕňať riziko vyvlastnenia, menové riziká či riziká spojené s právnym systémom. Analytici musia tiež zvážiť, ako sa tieto riziká premietnu do diskontnej sadzby alebo očakávaných peňažných tokov. Dôležité je tiež posúdiť kvalitu účtovných výkazov a úroveň správy a riadenia spoločnosti, ktoré môžu byť na rozvíjajúcich sa trhoch problematické.

Oceňovanie súkromných firiem prináša špecifické výzvy spojené s nedostatkom verejne dostupných informácií a nižšou likviditou investícií. Pri oceňovaní je potrebné zohľadniť zrážku za nedostatočnú likviditu. Analytici musia tiež posúdiť kvalitu manažmentu a úroveň správy a riadenia spoločnosti, ktoré môžu mať väčší vplyv na hodnotu než v prípade verejne obchodovaných firiem. Dôležité je tiež zohľadniť špecifické riziká spojené s koncentrovaným vlastníctvom a možnými konfliktmi záujmov medzi majoritnými a minoritnými vlastníkmi.

Oceňovanie špecifických typov spoločností si vyžaduje hlboké porozumenie nielen finančných aspektov, ale aj širšiemu kontextu, v ktorom podnik pôsobí. Či už ide o mladé startupy, zrelé podniky v transformácii, alebo spoločnosti čeliace úpadku, každá kategória prináša jedinečné výzvy. Kľúčom k úspešnému oceneniu je flexibilita pri aplikovaní štandardných oceňovacích metód a schopnosť prispôbiť ich špecifickým charakteristikám daného podniku či odvetvia. Zároveň je dôležité nezabúdať na základné princípy tvorby hodnoty a kriticky pristupovať k dostupným informáciám. V konečnom dôsledku, oceňovanie zostáva kombináciou vedy a umenia. Vyžaduje si nielen technické zručnosti, ale aj schopnosť interpretovať kvalitatívne faktory a vytvárať informované úsudky v situáciách charakterizovaných neistotou a neúplnými informáciami.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> DAMODARAN, Aswath. *The Dark Side of Valuation: A Jedi Guide to Valuing Difficult-to-value Companies* [elektronický zdroj]. New York University, Stern School of Business. 2012, 87 s. [citované 11.02.2025]. Dostupné na: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/darkside2012full.pdf>

## 2. Cieľ práce

Hlavným cieľom diplomovej práce je preskúmať a analyzovať rôzne prístupy k výpočtu hodnoty podniku so zameraním na výnosové metódy, ktoré sú kľúčové v procese investičného rozhodovania a riadenia hodnoty podniku. Tento cieľ zahŕňa kritické vyhodnotenie schopnosti týchto metód (napr. diskontované peňažné toky, EVA) odrážať reálnu hodnotu podniku v kontexte dynamického ekonomického prostredia, vrátane identifikácie ich metodológie a obmedzení.

Čiastkovým cieľom je definovať pojem a obsah riadenia hodnoty podniku a zdôrazniť jeho význam pre efektívne strategické rozhodovanie a zvyšovanie konkurencieschopnosti. Ďalším čiastkovým cieľom je porovnať a vyhodnotiť tradičné a výnosové metódy ohodnocovania podniku s dôrazom na ich praktickú aplikovateľnosť, presnosť a relevanciu v reálnych podnikových scenároch. Tradičné prístupy, ako sú majetkové metódy založené na bilančnej hodnote aktív, sú konfrontované s výnosovými metódami, ktoré zohľadňujú budúce peňažné toky a trhový potenciál podniku. Práca kriticky hodnotí, kedy je vhodné preferovať výnosové metódy (napr. pre inovatívne podniky s vysokým podielom nehmotných aktív) a kedy naopak tradičné prístupy (napr. pri likvidácii podniku). Porovnáme aj rôzne rozličné prístupy k oceňovaniu špecifických typov spoločností.

Na záver bude čiastkovým cieľom demonštrovanie použitia výnosových metód na základe konkrétneho aplikačného príkladu a vyhodnotenie faktorov ovplyvňujúcich ich presnosť a relevanciu. Pri identifikácii a analýze faktorov, ktoré determinujú výsledky odhadu hodnoty podniku zohľadňujeme ich pozitívne aj negatívne vplyvy na konečnú hodnotu, čo je tiež potrebné pre dosiahnutie nášho hlavného cieľa. Týmto spôsobom práca poskytne komplexný pohľad na problematiku odhadu a riadenia hodnoty podniku s dôrazom na praktické využitie výnosových metód a faktorov ovplyvňujúcich ich výsledky.

### **3. Metodika práce a metody skúmania**

Pri vypracovaní tejto diplomovej práce sme sa opierali o internú smernicu č. 1/2024 o záverečných, rigorózných a habilitačných prácach. Diplomovú prácu členíme na dve hlavné kapitoly: Súčasný stav danej problematiky doma a v zahraničí a výsledky práce. Menšie kapitoly sa zaoberajú cieľmi práce a poskytujú zhrnutie výsledkov v častiach diskusia a záver.

#### **3.1 Spôsob získavania údajov a ich zdroje**

Základ pre spracovanie prvej kapitoly bol zámer na získavanie informácií z rôznych dostupných zdrojov, pričom dominantnú úlohu zohrávali vedecké články publikované online aj v tlači a odborné knihy. Kládli sme dôraz na aktuálne a relevantné poznatky z oblasti hodnotenia podnikov. Pri analýze sme sa venovali nielen výnosovým metódam, ale aj ďalším prístupom, ktoré sú uvedené v teoretickej časti práce.

Pre časť výsledky práce boli kľúčové informácie získané priamo od analyzovaného podniku. Okrem účtovnej závierky sme mali k dispozícii finančný plán podniku, ktorý zahŕňal údaje o plánovaných príjmoch a výdavkoch. Dôležitou súčasťou boli aj informácie o úveroch podniku vrátane úrokových sadzieb, čo nám umožnilo komplexne posúdiť finančnú situáciu a budúcu perspektívu spoločnosti. Použili sme ich na výpočet vážených priemerných nákladov kapitálu. Tieto údaje sme doplnili o analýzu okolia, v ktorom podnik pôsobí, pričom sme čerpali z verejne dostupných štatistických údajov a finančných ukazovateľov.

#### **3.2 Použité metódy vyhodnotenia a interpretácie výsledkov**

Metódou aplikácie a konkretizácie sme aplikovali teoretické poznatky na reálnu skutočnosť vybraného podniku. Metódou syntézy sme sa snažili naprognózované veličiny podniku spájať do častí, najmä na zistenie odčerpateľných zdrojov podniku, a iných ziskových ukazovateľov, ktoré predstavovali podklad na výpočet všeobecnej hodnoty výnosovými metódami. Údaje a výpočty sme spracúvali v MS Office (Excel).

Metodika práce zahŕňala kombináciu kvalitatívnych a kvantitatívnych prístupov. Získané dáta sme spracovali pomocou analytických nástrojov a interpretovali ich v kontexte transformačného procesu podniku. Pri analýze sme sa snažili identifikovať faktory ovplyvňujúce hodnotu podniku, pričom sme využívali rôzne metódy hodnotenia uvedené v teoretickej časti práce. Použité metódy ohodnotenia podniku sú nasledovné:

- Podnikateľská metóda.
- Metóda súčasnej hodnoty peňažných tokov (DCF metóda).
- Metóda ohodnotenia založená na odhadoch parametrov.
- Metóda ohodnotenia pomocou ukazovateľa EVA.
- Metóda kapitalizovaných ziskov.

Výsledky boli následne porovnávané medzi sebou, aby sme dokázali ohodnotiť vhodnosť využitia rôznych metód ohodnotenia podniku a analyzovali faktory, ktoré jednotlivé metódy ovplyvňujú.

## 4. Výsledky práce

Kapitola 4 sa zameriava na analýzu a hodnotenie kľúčových aspektov, ktoré súvisia s finančnou a ekonomickou situáciou podniku. V úvode tejto časti sa budeme venovať predmetu ohodnotenia, pričom objasňujeme, aký podnik budeme v tejto práci analyzovať. Nasleduje makroekonomická analýza, ktorá skúma širšie hospodárske prostredie a sektorové faktory, ktoré môžu ovplyvniť podnikanie. Ďalej sa kapitola bude zaoberať finančno-ekonomickými analýzami, ktoré sú rozdelené na ex-post (hodnotenie minulých výsledkov) a ex-ante (predikcia budúceho vývoja). Súčasťou je aj zostavenie finančného plánu podniku, ktorý zahŕňa plán aktív, pasív, výkaz ziskov a strát a cash flow.

V ďalšej časti sa venujeme výpočtu hodnoty podniku rôznymi metódami. Hodnotenie zahŕňa výpočet spoločných vstupov - miery kapitalizácie a trvalo udržateľného tempa rastu. Neskôr si ukážeme aplikáciu podnikateľskej metódy a výpočet hodnoty podniku pomocou diskontovaných peňažných tokov, a ďalších špecifických metód, pričom využijeme Excel.

### 4.1 Predmet ohodnotenia

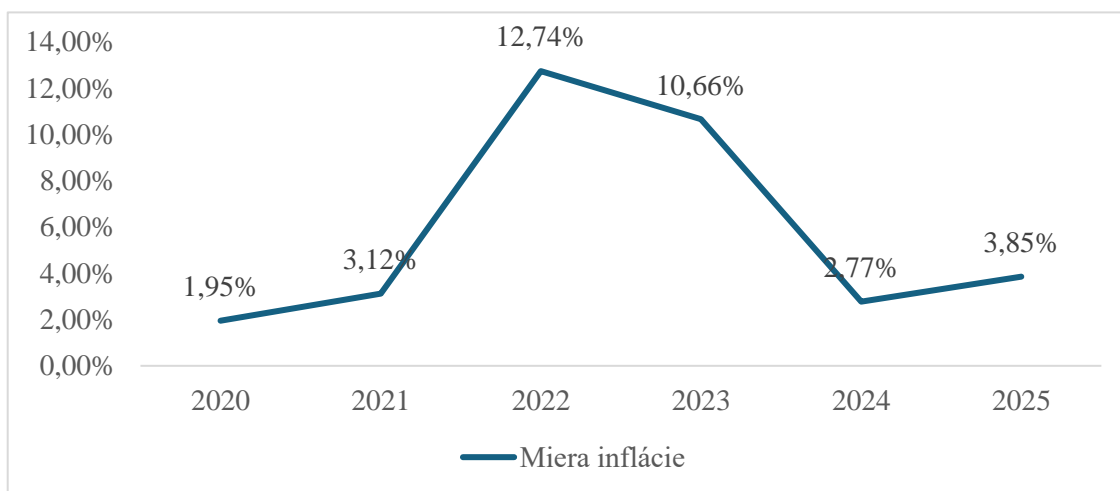
Spoločnosť Elektrex, a.s. (jedná sa o fiktívny názov) bola založená v roku 1947 ako jeden z prvých závodov vybudovaných v rámci industrializácie Česko-Slovenska. Od svojho založenia až po súčasnosť buduje tradíciu vo výrobe elektroinštalačného materiálu. Vďaka dlhoročnej tradícii, skúsenostiam a špičkovej technológii v oblasti lisovania si upevňuje postavenie lídra na trhu. V krajinách strednej Európy si dlhodobo udržiava pozíciu lídra na trhu v oblasti výroby elektroinštalačného materiálu. Spoločnosť Elektrex, a.s. je podľa SK NACE zaradená do sektora 27.33.0 Výroba elektroinštalačných zariadení, ktorý patrí do širšieho odvetvia priemyselnej výroby elektrických zariadení. Kvôli rozsiahlosti predmetu činnosti neuvádzame celý obsah predmetu činnosti z ORSR.

## 4.2 Makroekonomické ukazovatele a analýza odvetvia

Makroekonomické ukazovatele a analýza odvetvia sú dva kľúčové aspekty ekonomického výskumu, ktoré poskytujú komplexný pohľad na fungovanie ekonomiky okolo podniku ako celku a jej jednotlivého sektoru, v ktorom podnik pôsobí.

### 4.2.1 Makroekonomické ukazovatele

Makroekonomické ukazovatele predstavujú kľúčové faktory, ktoré formujú ekonomické prostredie a ovplyvňujú činnosť sledovaného podnikateľského subjektu. Medzi najvýznamnejšie patrí hrubý domáci produkt, inflácia a nezamestnanosť. Tieto ukazovatele nastavujú rámec pre podnikanie, ovplyvňujú investičné rozhodnutia a určujú smer rozvoja jednotlivých odvetví hospodárstva. Ich dynamika má zásadný vplyv na schopnosť podniku prispôbiť sa zmenám, čím ovplyvňuje jeho konkurencieschopnosť a dlhodobý rast.



Graf 1: Vývoj inflácie v Slovenskej republike

Zdroj: Vlastné spracovanie<sup>17</sup>

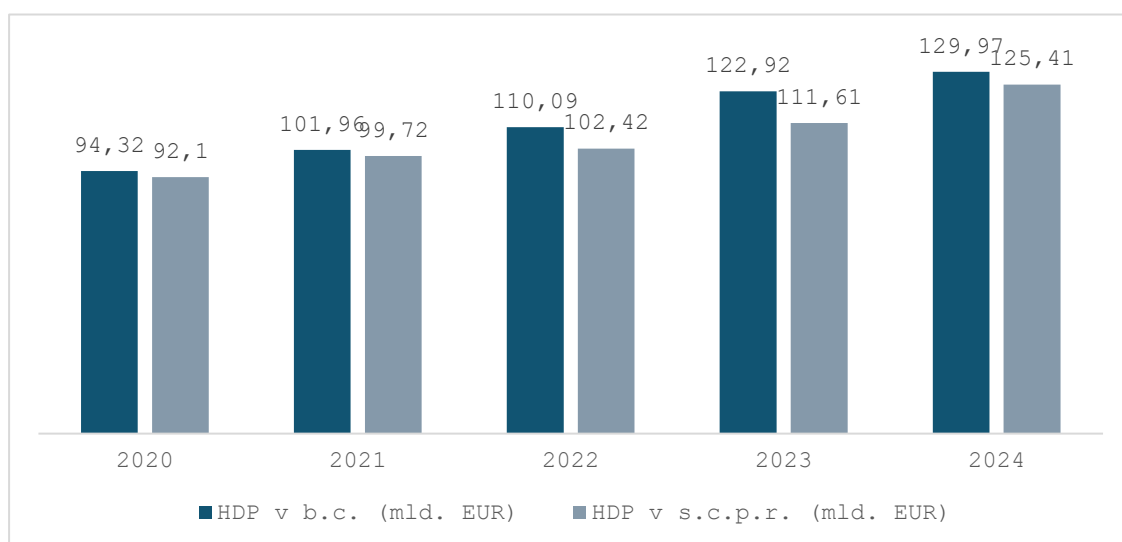
Inflácia na Slovensku v posledných rokoch prešla výraznými zmenami. Po relatívne nízkej miere rastu cenovej hladiny v roku 2020, kedy dosiahla hodnotu 1,95 %, nasledujúci rok 2021 priniesol mierne zrýchlenie na 3,12 %, čo naznačovalo

<sup>17</sup> FINANČNÝ KOMPAS. *Vývoj inflácie : január 2010 – január 2025* [elektronický zdroj]. 2025. [citované 11.02.2025]. Dostupné na: <https://www.financnykompas.sk/grafy/vyvoj-inflacie>

stabilizáciu trhu a vyšší dopyt. Výrazný skok nastal v roku 2022, keď inflácia dosiahla až 12,74 %, čo odrážalo globálne ekonomické tlaky, ako aj rast cien energií a surovín počas a po pandémie.

Rok 2023 priniesol mierne spomalenie inflácie na úroveň 10,66 %, čo signalizovalo čiastočné zmiernenie cenových šokov. V roku 2024 sa tempo rastu cien výrazne spomalilo na 2,77 %, čo naznačuje návrat k stabilnejšiemu prostrediu. Aktuálne údaje za rok 2025 ukazujú mierne zrýchlenie inflácie na hodnotu 3,85 %, čo môže byť dôsledkom oživenia spotreby a investícií v domácej ekonomike.

Vývoj inflácie odráža citlivosť slovenskej ekonomiky na vonkajšie faktory, ako aj schopnosť prispôbiť sa meniacim podmienkam svetovej situácie. Stabilnejšie hodnoty v posledných rokoch naznačujú návrat k udržateľnému rastu bez výrazných cenových výkyvov.



Graf 2: Vývoj hrubého domáceho produktu v Slovenskej republike

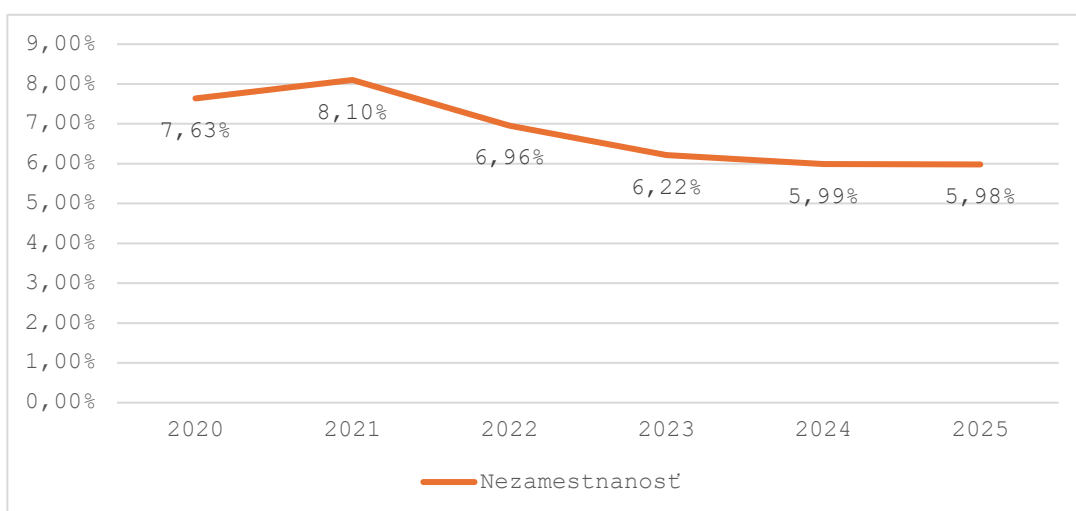
Zdroj: Vlastné spracovanie<sup>18</sup>

Počas sledovaného obdobia rokov 2020 až 2024 na Slovensku zaznamenávame stabilný rast hrubého domáceho produktu (HDP). HDP v bežných cenách postupne vzrástlo z hodnoty 94,32 miliardy eur v roku 2020 na 129,97 miliardy eur v roku 2024. Podobný trend je viditeľný aj pri HDP v stálych cenách

<sup>18</sup>DATAcube. *Hrubý domáci produkt na obyvateľa : 1995-2024* [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2024. [citované 11.02.2025]. Dostupné na: [https://datacube.statistics.sk/?fbclid=IwAR0XWfKW07C3\\_MUuGIDQBNkt7spHHQqVZz8bOyIkev5d7NZFOVXNf3Z\\_ZZo#!/view/sk/VBD\\_SLOVSTAT/nu2028qs/](https://datacube.statistics.sk/?fbclid=IwAR0XWfKW07C3_MUuGIDQBNkt7spHHQqVZz8bOyIkev5d7NZFOVXNf3Z_ZZo#!/view/sk/VBD_SLOVSTAT/nu2028qs/)

oproti porovnateľnému roku, ktoré sa zvýšilo z 92,1 miliardy eur v roku 2020 na 125,41 miliardy eur v roku 2024. Tento kontinuálny rast naznačuje pozitívny vývoj ekonomiky, podporovaný zlepšujúcimi sa podmienkami na trhu a rastúcou produkciou.

Rast HDP je však potrebné vnímať v širšom kontexte. Zlepšenie ekonomických ukazovateľov môže byť ovplyvnené viacerými faktormi, ako napríklad zvýšením domáceho dopytu, vyššou spotrebou domácností či investíciami do strategických sektorov. Zlepšenie HDP zároveň ukazuje schopnosť slovenskej ekonomiky prispôbiť sa meniacim sa podmienkam a čeliť výzvam, ako sú obchodné konflikty či geopolitické riziká, alebo nedávna pandémie. Stabilný rast je dôležitý nielen pre udržanie konkurencieschopnosti krajiny, ale aj pre podporu zamestnanosti a ďalší rozvoj hospodárstva.



Graf 3: Vývoj nezamestnanosti v Slovenskej republike

Zdroj: Vlastné spracovanie<sup>19</sup>

Nezamestnanosť na Slovensku v posledných rokoch vykazuje postupný pokles, čo odráža zlepšujúce sa podmienky na trhu práce. V roku 2020 dosiahla úroveň 7,63 %, pričom nasledujúci rok 2021 priniesol mierny nárast na 8,10 %, pravdepodobne v dôsledku ekonomických turbulencií spojených s pandemiou. Od roku 2022 však začal trend klesajúcej nezamestnanosti opäť pokračovať, keď sa miera znížila na 6,96 %, čo naznačuje oživenie pracovného trhu.

<sup>19</sup> FINANČNÝ KOMPAS. Graf vývoja nezamestnanosti : január 2012 – január 2025 [elektronický zdroj]. 2025. [citované 13.03.2025]. Dostupné na: <https://www.financnykompas.sk/grafy/vyvoj-nezamestnanosti>

Tento pozitívny vývoj pokračoval aj v roku 2024, kedy sa nezamestnanosť znížila na 5,99 %, a najnovšie údaje za rok 2025 ukazujú veľmi mierny pokles na hodnotu 5,98 %. Stabilné znižovanie miery nezamestnanosti poukazuje na schopnosť ekonomiky absorbovať pracovnú silu, hoci tempo poklesu sa v posledných rokoch spomaľuje.

Trh práce reaguje na ekonomické zmeny s určitým oneskorením, čo vysvetľuje pomalší pokles nezamestnanosti v niektorých obdobiach. Zlepšenie môže byť ovplyvnené rastom investícií a zvýšením produkcie v strategických odvetviach, no zároveň je potrebné počítať s výzvami spojenými s globálnym hospodárskym prostredím.

Tabuľka 2: Vývoj minimálnej a priemernej mesačnej mzdy v Slovenskej republike

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Minimálna mzda</b>	€580,00	€623,00	€646,00	€700,00	€750,00
<b>Priemerná mzda</b>	€1 133,00	€1 211,00	€1 304,00	€1 430,00	€1 484,00

Zdroj: Vlastné spracovanie<sup>20</sup>

Vývoj minimálnej a priemernej mzdy na Slovensku v posledných rokoch ukazuje stabilný trend rastu. Minimálna mzda sa od roku 2020, keď dosahovala hodnotu 580 eur, každoročne zvyšovala.

Podobný rast zaznamenala aj priemerná mesačná mzda. V roku 2020 bola na úrovni 1133 eur, pričom v nasledujúcich rokoch postupne rástla a v roku 2024 dosiahla úroveň 1484 eur. Tento trend naznačuje pozitívny vývoj v oblasti odmeňovania, ktorý je ovplyvnený legislatívnymi zmenami a rastom minimálnej mzdy.

Napriek zvyšovaniu miezd však závislosť medzi rastom priemernej mzdy a poklesom nezamestnanosti postupne slabne. Vyššie mzdy síce podporujú spotrebu domácností, no nasýtený trh práce a nižšia tvorba pracovných miest obmedzujú ich priamy vplyv na zamestnanosť. Tento vývoj odráža komplexnosť ekonomických faktorov ovplyvňujúcich trh práce a životnú úroveň obyvateľstva.

<sup>20</sup> FINANČNÝ KOMPAS. *Vývoj priemernej mzdy : január 2009 – január 2024* [elektronický zdroj]. 2024. [citované 13.03.2025]. Dostupné na: <https://www.financnykompas.sk/grafy/vyvoj-priemernej-mzdy>

#### 4.2.2 Sektorová analýza odvetvia

Sektorová analýza odvetvia predstavuje nevyhnutnú súčasť hodnotenia podniku, pretože umožňuje lepšie pochopiť jeho postavenie v rámci širšieho ekonomického prostredia. Táto analýza sa zameriava na identifikáciu špecifik daného odvetvia, jeho dynamiky, konkurenčných faktorov a hlavných trendov, ktoré ovplyvňujú podnikateľské aktivity.

Pri hodnotení podniku je sektorová analýza kľúčová pre pochopenie jeho schopnosti adaptovať sa na zmeny v odvetví a efektívne využívať dostupné zdroje. Pomáha identifikovať konkurenčné výhody a zároveň upozorňuje na potenciálne slabé miesta, ktoré môžu ohroziť jeho dlhodobú výkonnosť. Týmto spôsobom poskytuje základ pre strategické rozhodovanie a plánovanie ďalšieho rozvoja podniku.

Pre stanovenie všeobecnej hodnoty podniku je nevyhnutné analyzovať sektor, v ktorom spoločnosť vykonáva svoju podnikateľskú činnosť. Spoločnosť Elektrex, a.s. je podľa SK NACE zaradená do sektora 27.33.0 Výroba elektroinštalčných zariadení, ktorý patrí do širšieho odvetvia priemyselnej výroby elektrických zariadení. Toto odvetvie je charakteristické vysokou technickou náročnosťou, dôrazom na kvalitu produkcie a neustálymi inováciami.

Výroba elektroinštalčných zariadení zahŕňa produkciu komponentov, ktoré sú nevyhnutné pre fungovanie elektrických systémov v domácnostiach, priemyselných objektoch či infraštruktúre. V tomto sektore hrá dôležitú úlohu dynamika technologického pokroku, ako aj schopnosť prispôbiť sa požiadavkám trhu a legislatívnym normám.

Tabuľka 3: Tržby za vlastné výkony a tovar pre SK NACE 27 Výroba elektrických zariadení

Rok	2020	2021	2022	2023
Tržby v mil. €	93,8	106,8	113,6	88,7

Zdroj: Vlastné spracovanie <sup>21</sup>

<sup>21</sup> DATACUBE. Tržby za vlastné výkony a tovar podľa SK NACE Rev. 2 (do roku 2023) : 2008 -2023. [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2023. [citované 18.03.2025]. Dostupné na: [https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/VBD\\_INTERN/pm0001ms/v\\_pm0001ms\\_00\\_00\\_00\\_sk](https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/VBD_INTERN/pm0001ms/v_pm0001ms_00_00_00_sk)

V uvedenej tabuľke môžeme sledovať vývoj tržieb za vlastné výkony a tovar v odvetví výroby elektrických zariadení podľa SK NACE 27 v miliónoch eur. Tržby v tomto sektore vykazovali rastúci trend v rokoch 2020 až 2022, avšak v roku 2023 došlo k výraznému poklesu.

V roku 2020 dosiahli tržby hodnotu 93,8 milióna eur. V nasledujúcom roku 2021 vzrástli na 106,8 milióna eur, čo poukazuje na zlepšenie ekonomickej situácie a pravdepodobne aj na zvýšený dopyt po elektrických zariadeniach alebo komponentoch do nich. Tento pozitívny trend pokračoval aj v roku 2022, kedy tržby dosiahli 113,6 milióna eur.

Rok 2023 však priniesol výrazný pokles na hodnotu 88,7 milióna eur, čo naznačuje zmenu v trhových podmienkach. Tento pokles môže byť dôsledkom viacerých faktorov, ako napríklad zníženého dopytu na medzinárodných trhoch, vyšších výrobných nákladov, konkurencie alebo makroekonomických podmienok, ktoré ovplyvnili celý sektor. Zníženie tržieb môže tiež signalizovať potrebu prispôbiť obchodnú stratégiu podnikov v tomto odvetví alebo sa zamerať na inovácie a efektívnejšie využitie zdrojov.

Tabuľka 4: Celkový vývoj cien v sektore 27 výroba elektrických zariadení spolu.

Index	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Medziročný	1,02	1,07	1,14	1,12	1,02	1,08
Bázicky (priemer 2021)	0,94	1,00	1,14	1,29	1,31	1,36

Zdroj: Vlastné spracovanie<sup>22</sup>

Tabuľka zobrazuje vývoj indexov cien priemyselných výrobcov pre sektor SK NACE 27, ktorý zahŕňa výrobu elektrických zariadení, pričom kombinujeme údaje za vývoz aj domáci trh. Indexy sú rozdelené na medziročné a bázické hodnoty, čo poskytuje komplexný pohľad na cenové trendy v tomto odvetví v rokoch 2020 až 2025.

Medziročný index ukazuje, ako sa ceny menili v porovnaní s predchádzajúcim rokom. V roku 2020 bol medziročný index na úrovni 1,024, čo

<sup>22</sup>DATAcube. *Indexy cien priemyselných výrobcov podľa sekcií a subsekcii SK NACE Rev. 2 - spolu – mesačne : 2018 -2025* [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2025. [citované 18.03.2025]. Dostupné na: [https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd\\_sk\\_win2/sp1835ms/v\\_sp1835ms\\_00\\_00\\_00\\_sk](https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd_sk_win2/sp1835ms/v_sp1835ms_00_00_00_sk)

znamená nárast cien o 2,4 % oproti roku 2019. Tento rast pokračoval aj v roku 2021, kedy ceny vzrástli o ďalších 7 %. Najvýraznejší skok nastal v roku 2022, keď ceny stúpili až o 14,1 % oproti roku 2021. Po tomto období rýchleho rastu však nastalo mierne spomalenie – v roku 2023 došlo k poklesu tempa rastu na hodnotu 11,8% oproti predchádzajúcemu roku, a v rokoch 2024 a 2025 sa rast ešte viac spomalil na hodnoty 2 % a 7,8 % .

Bázický index (p) porovnáva ceny s referenčným rokom (v tomto prípade rokom 2021). V roku 2020 dosahoval hodnotu 0,935, čo znamená, že ceny boli o 6,5 % nižšie ako v referenčnom období. V roku 2021 sa index ustálil na hodnote 1, čo predstavuje rovnakú úroveň ako v roku 2021. Od roku 2022 však nastal výrazný rast – ceny vzrástli o 14,1 % nad úroveň z roku 2021 a tento trend pokračoval aj v nasledujúcich rokoch. V roku 2023 dosiahol bázický index hodnotu 1,289, čo znamená nárast o 28,9 % oproti referenčnému roku. V rokoch 2024 a 2025 sa ceny ďalej zvyšovali na hodnoty 1,314 (+31,4 %) a 1,356 (+35,6 %).

Pre našu sektorovú analýzu výroby elektrických zariadení sú tieto údaje mimoriadne relevantné. Kombinácia údajov za vývoz aj domáci trh poskytuje komplexný obraz o cenových pohyboch v celom odvetví. Z tabuľky je zrejmé, že odvetvie prešlo obdobím výrazného rastu cien najmä v rokoch 2022 a 2023.

Pre podniky patriace do podskupiny SK NACE 27.33 (výroba drôtov a elektroinštalčných zariadení) tieto údaje naznačujú dôležité informácie:

- Rast cien môže znamenať vyššie príjmy z predaja produktov za predpokladu schopnosti preniesť zvýšené náklady na zákazníkov.
- Dlhodobý rast bázického indexu poukazuje na stabilné zdražovanie produktov v sektore, čo môže ovplyvniť konkurencieschopnosť podnikov na domacom aj zahraničnom trhu.
- Spomalenie medziročného rastu od roku 2023 naznačuje stabilizáciu cien po období prudkého zdražovania.

Tabuľka 5: Indexy cien priemyselných výrobcov podľa SK NACE - vývoz

SK NACE	Index	2020	2021	2022	2023
C priemysel Spolu	Oproti predch. obdobiu	0,999	1,011	1,008	1,000
	Oproti priemeru r. 2015	1,000	1,068	1,225	1,252
27 Výroba elektrických zariadení	Oproti predch. obdobiu	1,004	1,009	1,014	1,002
	Oproti priemeru r. 2015	1,021	1,096	1,260	1,397
27.3 Výroba drôtov a elektroinštalračných zariadení	Oproti predch. obdobiu	1,006	1,015	1,005	0,999
	Oproti priemeru r. 2015	1,151	1,364	1,547	1,530

Zdroj: Vlastné spracovanie<sup>23</sup>

Analýza indexu cien priemyselných výrobcov pre vývoz v sektore výroby drôtov a elektroinštalračných zariadení odhaľuje zaujímavý vývoj v posledných rokoch, ktorý má významný dopad na podniky v tomto odvetví. Od roku 2020 do roku 2023 sme zaznamenali výrazný nárast cien v porovnaní s rokom 2015, čo naznačuje celkové zlepšenie pozície týchto výrobcov na medzinárodných trhoch.

V roku 2020 boli ceny už o 15,1% vyššie než v roku 2015, čo naznačovalo pozitívny trend. Tento rast sa v nasledujúcich rokoch ešte zrýchlil. V roku 2021 ceny vzrástli o ďalších 18,5 percentuálnych bodov, dosahujúc úroveň 36,4% nad cenami z roku 2015. Rok 2022 priniesol ďalší významný skok, keď ceny dosiahli úroveň o 54,7% vyššiu než v referenčnom roku.

Tento prudký nárast cien mohol byť pre podniky v odvetví dvojsečnou zbraňou. Na jednej strane to mohlo znamenať vyššie príjmy a potenciálne vyššie marže, ak sa náklady nezvyšovali rovnakým tempom. Na druhej strane, takýto rýchly rast cien mohol viesť k tlaku na konkurencieschopnosť na medzinárodných trhoch, najmä ak konkurenti z iných krajín nezaznamenali podobný nárast.

Zaujímavý zvrät nastal v roku 2023, keď index mierne poklesol na úroveň 53% nad cenami z roku 2015. Tento mierny pokles o 1,7 percentuálneho bodu oproti

<sup>23</sup>DATAcube. Indexy cien priemyselných výrobcov podľa SK NACE Rev. 2 - vývoz - mesačne : 2015 -2023 [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2023. [citované 18.03.2025]. Dostupné na: [https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd\\_sk\\_win2/sp1821ms/v\\_sp1821ms\\_00\\_00\\_00\\_sk](https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd_sk_win2/sp1821ms/v_sp1821ms_00_00_00_sk)

predchádzajúcemu roku môže signalizovať začiatok stabilizácie cien alebo miernu korekciu po období rýchleho rastu.

Celkovo tento vývoj naznačuje, že podniky v sektore výroby drôtov a elektroinštalčných zariadení prešli obdobím významného rastu cien svojich exportovaných produktov. To mohlo priniesť zvýšené príjmy, ale zároveň aj nové výzvy v podobe potenciálne zvýšenej konkurencie alebo tlaku na inovácie. Najnovší trend stabilizácie cien v roku 2023 môže byť signálom pre podniky, aby sa zamerali na optimalizáciu nákladov a hľadanie nových zdrojov konkurenčnej výhody, aby si udržali svoju pozíciu na medzinárodných trhoch.

### **4.3 Ex-post finančno-ekonomická analýza**

Hodnotenie podniku si vyžaduje precíznu finančnú analýzu. Táto analýza slúži na zníženie rizika nesprávnych odhadov do budúcnosti a umožňuje hlbšie porozumieť podnikateľskému modelu, identifikovať jeho silné a slabé stránky. Analyzujeme vývoj medzi aktuálnym a bezprostredne predchádzajúcim obdobím. Pri finančných ukazovateľoch sa pozrieme na podnik za obdobie posledných 5 rokov. Analýza ex-post pomáha odhaliť minulé chyby v rozhodovaní a získané poznatky využiť pri prognózovaní budúcich finančných výsledkov.

#### *4.3.1 Vertikálna a horizontálna analýza*

Pri vertikálnej analýze účtovnej závierky sa zameriavame na hodnotenie štruktúry majetku a financií podniku. Sledujeme, aký percentuálny podiel predstavujú jednotlivé položky aktív, pasív a výkazu ziskov a strát v rámci skupiny, do ktorej sa zaraďujú. Naopak, horizontálna analýza nám umožňuje pozorovať, ako sa jednotlivé položky menia v priebehu času – vyjadrujeme to buď ako absolútnu zmenu, alebo pomocou indexov vývoja. Výsledky oboch typov analýz budeme prezentovať v nasledujúcich tabuľkách.

Tabuľka 6: Vertikálna a horizontálna analýza aktív spoločnosti Elektrex, a.s.

	Aktíva	Č.r.	Netto	Netto v	Vertikálna analýza		Horizontálna analýza	
			v €	€	Podiel v	Podiel v	Absolútna	Index
			2023	2024	r. 2023	r. 2024	zmena	vývoja
							(2024-23)	(2024/23)
	<b>SPOLU MAJETOK</b>	<b>1</b>	<b>9 362 443</b>	<b>10 765 100,39</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>1 402 657</b>	<b>1,15</b>
A.	Neobežný majetok	2	4 882 846	5 335 866,32	52,15%	49,57%	453 020	1,09
A.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	3	178 016	290 165,41	3,65%	5,44%	112 149	1,63
A.I.1.	Aktivov. náklady na vývoj	4	38 234	21 573,57	21,48%	7,43%	-16 660	0,56
A.I.2.	Softvér	5	14 755	98 463,42	8,29%	55,31%	83 708	6,67
A.I.6.	Obstaraný dlhodobý nehmotný majetok	9	125 027	170 128,42	70,23%	95,57%	45 101	1,36
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok	11	4 699 549	5 040 419,76	96,25%	94,46%	340 871	1,07
A.II.1.	Pozemky	12	327 931	327 931,48	6,98%	6,51%	0	1,00
A.II.2.	Stavby	13	1 409 795	1 500 681,45	30,00%	29,77%	90 886	1,06
A.II.3.	Samost. hnut. veci a súbory hnut. vecí	14	2 164 153	2 760 952,22	46,05%	54,78%	596 799	1,28
A.II.7.	Obstaraný dlhodobý hmotný majetok	18	208 670	365 496,87	4,44%	7,25%	156 827	1,75
A.II.8.	Poskytnuté preddavky na DHM	19	589 000	85 357,74	12,53%	1,69%	-503642,26	0,14
A.III.	Dlhodobý finančný majetok	21	5 281	5 281,15	0,11%	0,10%	0	1,00
A.III.1.	Podiel. CP a podiely v prepojených účt. jednotkách	22	5 281	5 281,15	100,00%	100,00%	0	1,00
B.	Obežný majetok	33	4 414 529	5 376 648,90	47,15%	49,95%	962 120	1,22
B.I.	Zásoby	34	1 712 174	2 072 595,76	38,78%	38,55%	360 422	1,21
B.I.1.	Materiál	35	827 216	948 902,56	48,31%	45,78%	121 687	1,15
B.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary vlast. výroby	36	469 180	720 314,74	27,40%	34,75%	251 135	1,54
B.I.3.	Výrobky	37	353 211	354 441,38	20,63%	17,10%	1 230	1,00
B.I.5.	Tovar	39	49 701	48 937,08	2,90%	2,36%	-764	0,98
B.I.6.	Poskytnuté preddavky na zásoby	40	12 866	0	0,75%	0,00%	-12866	0,00
B.III.	Krátkodobé pohľadávky	53	2 568 639	3 259 610,69	58,19%	60,63%	690 972	1,27
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	54	2 351 030	3 063 779,38	91,53%	93,99%	712 749	1,30

B.III.1.a.	Pohľadávky z obch. styku voči prepojeným účt. jednotkám	55	258 386	0	10,99%	0,00%	-258 386	0,00
B.III.1.c.	Ostatné pohľadávky z obchodného styku	57	2 092 644	3 063 779,38	89,01%	100,00%	971 135	1,46
B.III.2.	Čistá hodnota zákazky	58	0	-264 011,29	0,00%	-8,10%	-264 011	0,00
B.III.7.	Daňové pohľadávky a dotácie	63	208 053	337 826,17	8,10%	10,36%	129 773	1,62
B.III.9.	Iné pohľadávky	65	9 556	122 016,43	0,37%	3,74%	112 460	12,77
B.V.	Finančné účty	71	133 716	44 442,45	3,03%	0,83%	-89 274	0,33
B.V.1.	Peniaze	72	1 547	1 215,51	1,16%	2,74%	-331	0,79
B.V.2.	Účty v bankách	73	132 169	43 226,94	98,84%	97,26%	-88 942	0,33
C.	Časové rozlíšenie	74	65 068	52 585,17	0,69%	0,49%	-12 483	0,81
C.1.	Náklady budúcich období dlhodobé	75	1 316	2 336,38	2,02%	4,44%	1 020	1,78
C.2.	Náklady budúcich období krátkodobé	76	58 756	46 472,02	90,30%	88,37%	-12 284	0,79
C.4.	Príjmy budúcich období krátkodobé	78	4 996	3 776,77	7,68%	7,18%	-1 219	0,76

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Celkový majetok spoločnosti vzrástol o 1 402 657 €, čo predstavuje nárast o 15%. Tento nárast môže naznačovať, že spoločnosť expanduje a investuje do nových aktivít, čo môže byť pozitívny signál pre jej rast a rozvoj. Neobežný majetok, ktorý zahŕňa dlhodobý nehmotný a hmotný majetok, tvoril v roku 2023 52,15% a v roku 2024 49,57% celkového majetku. Tento podiel na celkovom majetku sa trochu znížil, čo môže znamenať, že spoločnosť sa viac sústreďuje na krátkodobé aktíva. Dlhodobý nehmotný majetok zaznamenal najväčší percentuálny nárast, s indexom vývoja 1,63. Tento nárast bol najmä vďaka softvéru, ktorý vzrástol o 83 708 €. To môže naznačovať, že spoločnosť investuje do digitálnych technológií a modernizuje svoje procesy. Obežný majetok, ktorý zahŕňa zásoby, pohľadávky a finančné účty, vzrástol o 962 120 €, nárast o 22%. Tento nárast môže byť spôsobený zvýšenou aktivitou v oblasti predaja a distribúcie, ako aj lepšou správou pohľadávok. Neobyklý nárast bol zaznamenaný konkrétne pri pohľadávkach z obchodného styku, a to v absolútnej hodnote o viac ako 700 tis. EUR, čo môže viesť k predĺženiu doby inkasa pohľadávok. Vývoj jednotlivých položiek vykazoval rastúci trend, s podstatnými zmenami aj pri raste nedokončenej výroby a polotovarov vlastnej výroby.

Tieto údaje naznačujú, že spoločnosť sa dynamicky vyvíja, s väčším dôrazom na obežný majetok a dlhodobý nehmotný majetok. To môže znamenať, že sa sústreďuje na inovácie a efektívne riadenie krátkodobých aktivít, čo môže byť pozitívny signál pre jej budúci rast a konkurencieschopnosť.

Tabuľka 7: Vertikálna a horizontálna analýza pasív spoločnosti Elektrex, a.s.

	Pasíva	Č.r.	Netto v	Netto v €	Vertikálna analýza		Horizontálna analýza	
			€		Podiel v	Podiel v	Absolútna	Index
			2023	2024	r. 2023	r. 2024	zmena	vývoja
							(2024-23)	(2024/23)
	<b>SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY</b>		<b>79 9362443</b>	<b>10765100,39</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>1402657,39</b>	<b>1,15</b>
A.	Vlastné imanie	80	5130954	5589478,75	54,80%	51,92%	458524,75	1,09
A.I.	Základné imanie	81	4654587	4654587	90,72%	83,27%	0	1,00
A.I.1.	Základné imanie	82	4 654 587	4 654 587,00	100,00%	100,00%	0	1,00
A.IV.	Zákonné rezervné fondy	87	79514	90814	1,55%	1,62%	11300	1,14
A.IV.1.	Zákonný rezervný fond a nedeliteľný fond	88	79 514	90 814,00	100,00%	100,00%	11 300	1,14
A.VII.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	97	283851	285553	5,53%	5,11%	1702	1,01
A.VII.1.	Nerozdelený zisk minulých rokov	98	283 851	285 553,00	100,00%	100,00%	1 702	1,01
A.VIII.	Výsledok hospodárenia za účt. obdobie po zdanení	100	113002	558524,75	2,20%	9,99%	445522,75	4,94
B.	Závazky	101	3838550	4732276,96	41,00%	43,96%	893726,96	1,23
B.I.	Dlhodobé záväzky	102	54785	48081	1,43%	1,02%	-6704	0,88
B.I.9.	Závazky zo sociálneho fondu	114	11 187	4 482,00	20,42%	9,32%	-6 705	0,40
B.I.12.	Odložený daňový záväzok	117	43 598	43 599,00	79,58%	90,68%	1	1,00
B.II.	Dlhodobé rezervy	118	19127	23661	0,50%	0,50%	4534	1,24
B.II.2.	Ostatné rezervy	120	19 127	23 661,00	100,00%	100,00%	4 534	1,24
B.III.	Dlhodobé bankové úvery	121	1319861	967291	34,38%	20,44%	-352570	0,73
B.IV.	Krátkodobé záväzky	122	1331756	2722815,42	34,69%	57,54%	1391059,42	2,04
B.IV.1.	Závazky z obchodného styku	123	868546	2272973	65,22%	83,48%	1404427	2,62

B.IV.1.a.	Záv. z obchodného styku voči prepojeným účt. jednotkám	124	26 525	0	3,05%	0,00%	-26 525	0,00
B.IV.1.c.	Ostatné záväzky z obchodného styku	126	842 021	2 272 973,00	96,95%	100,00%	1 430 952	2,70
B.IV.2.	Čistá hodnota zákazky	127	101 426	0	7,62%	0,00%	-101426	0,00
B.IV.6.	Záväzky voči zamestnancom	131	194 044	206 661,00	14,57%	7,59%	12 617	1,07
B.IV.7.	Záväzky zo sociálneho poistenia	132	117 283	128 449,00	8,81%	4,72%	11 166	1,10
B.IV.8.	Daňové záväzky a dotácie	133	19 538	82 124,42	1,47%	3,02%	62 586	4,20
B.IV.10.	Iné záväzky	135	30 919	32 608,00	2,32%	1,20%	1 689	1,05
B.V.	Krátkodobé rezervy	136	124700	137950	3,25%	2,92%	13250	1,11
B.V.1.	Zákonné rezervy	137	110 700	129 950,00	88,77%	94,20%	19 250	1,17
B.V.2.	Ostatné rezervy	138	14 000	8 000,00	11,23%	5,80%	-6 000	0,57
B.VI.	Bežné bankové úvery	139	988321	832478,54	25,75%	17,59%	-155842,46	0,84
C.	Časové rozlíšenie	141	392939	443344,68	4,20%	4,12%	50405,68	1,13
C.3.	Výnosy budúcich období dlhodobé	144	392 939	443 344,00	100,00%	99,9998%	50 405	1,13
C.4.	Výnosy budúcich období krátkodobé	145	0	0,68	0,00%	0,00015%	0,68	0,00

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Zameraním sa na štruktúru pasív, môžeme vidieť, že celkové vlastné imanie a záväzky podniku vzrástli, čo indikuje navýšenie finančných zdrojov. V roku 2024 dosiahli hodnotu 10 765 100,39 €, čo je nárast o 1 402 657,4 € oproti roku 2023. Nárast celkovej sumy pasív môže signalizovať buď úspešné investície, alebo potrebu financovať rast spoločnosti.

Pri pohľade na štruktúru, vlastné imanie tvorí polovičnú časť pasív. V roku 2024 predstavovalo 51,92% celkových pasív, hoci zaznamenalo mierny pokles z 54,80% v roku 2023. Dôvodom mierneho poklesu podielu vlastného imania, mohlo byť efektívnejšie využívanie cudzích zdrojov na financovanie aktivít.

Na druhej strane, celkové záväzky vykazujú nárast. Krátkodobé záväzky sa v roku 2024 zvýšili na 2 722 815,42 €, čo je značný skok oproti 1 331 756 € v roku

2023. Tento vývoj sa odráža aj v ich podiele na celkových záväzkoch, ktorý stúpil z 34,69% na 57,54%. Hlavným ťahúňom tohto nárastu sú záväzky z obchodného styku, ktoré sa navýšili o 1 404 427 € na 2 272 973 €. Tento nárast je pravdepodobne spojený so zvýšeným objemom obchodných aktivít, prípadne s predĺžením splatnosti faktúr od dodávateľov. Naopak, bežné bankové úvery klesli o 155 842,5 €, čo znamená zlepšenie finančnej stability podniku a zníženie závislosti od bankového financovania.

Tabuľka 8: Vertikálna a horizontálna analýza výkazu ziskov a strát spoločnosti Elektrex, a.s.

Označenie	Výkaz ziskov a strát	Č.r.	Skutočnosť v €	Skutočnosť v €	Vertikálna analýza		Horizontálna analýza	
			2023	2024	Podiel v r. 2023	Podiel v r. 2024	Absolútna zmena (2024-23)	Index vývoja (2024/23)
*	<b>Čistý obrat</b>	1	11 075 129	14 381 397	100,00%	100,00%	3 306 268	1,30
**	Výnosy z hospodárskej činnosti	2	11 681 144	15 269 590	100,00%	100,00%	3 588 446	1,31
I.	Tržby z predaja tovaru	3	264 769	476 729	2,27%	3,12%	211 960	1,80
II.	Tržby z predaja vlastných výrobkov	4	9 220 764	9 637 841	78,94%	63,12%	417 077	1,05
III.	Tržby z predaja služieb	5	1 589 596	4 271 081	13,61%	27,97%	2 681 485	2,69
IV.	Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	6	-65 487	252 366	-0,56%	1,65%	317 853	3,85
V.	Aktivácia	7	231 971	199 384	1,99%	1,31%	-32 587	0,86
VI.	Tržby z predaja DNM, DHM a materiálu	8	316 565	316 949	2,71%	2,08%	384	1,00
VII.	Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	9	122 966	115 241	1,05%	0,75%	-7 725	0,94
**	Náklady na hospodársku činnosť	10	11 400 877	14 472 586	100,00%	100,00%	3 071 709	1,27
A.	Náklady vynaložené na obstaranie pred. tovaru	11	176 946	366 398	1,55%	2,53%	189 452	2,07
B.	Spotreba mater., energie a ostat. nesklad. dodávok	12	4 879 765	6 460 824	42,80%	44,64%	1 581 059	1,32
C.	Opravné položky k zásobám	13	959	3 284	0,01%	0,02%	2 325	3,42
D.	Služby	14	1 295 755	2 238 187	11,37%	15,47%	942 432	1,73
E.	Osobné náklady	15	408 733	448 774	35,85%	31,01%	40 040	1,10

E.1.	Mzdové náklady	16	2 898 892	3 193 976	70,92%	71,17%	295 084	1,10
3.	Náklady na sociálne poistenie	18	1 055 920	1 168 281	25,83%	26,03%	112 361	1,11
4.	Sociálne náklady	19	132 522	125 485	3,24%	2,80%	-7 037	0,95
F.	Dane a poplatky	20	74 106	74 626	0,65%	0,52%	520	1,01
G.	Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	21	428733	539905	3,76%	3,73%	111172	1,26
G.1.	Odpisy DNM a DHM	22	428 733	539 905	100,00 %	100,00 %	111 172	1,26
H.	Zostatková cena predaného DM a pred. Materiálu	24	253 084	257 817	2,22%	1,78%	4 733	1,02
I.	Opravné položky k pohľadávkam	25	8 906	18 752	0,08%	0,13%	9 846	2,11
J.	Ostatné náklady na hospodársku činnosť	26	195 289	25 051	1,71%	0,17%	-170 238	0,13
***	Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	27	280 267	797 005	100,00 %	100,00 %	516 738	2,84
*	Pridaná hodnota	28	4 888 188	5 768 707	100,00 %	100,00 %	880 519	1,18
**	Výnosy z finančnej činnosti	29	2012	16942	100,00 %	100,00 %	14930	8,42
XI.	Výnosové úroky	39	0	2630		15,52%	2630	0,00
2.	Ostatné výnosové úroky	41	0	2 630		100,00 %	2630	0,00
XII.	Kurzové zisky	42	2 012	14 312	100,00 %	84,48%	12300	7,11
**.	Náklady na finančnú činnosť	45	83323	106953	100,00 %	100,00 %	23630	1,28
N.	Nákladové úroky	49	58527	93526	70,24%	87,45%	34999	1,60
2.	Ostatné nákladové úroky	51	58 527	93 526	100,00 %	100,00 %	34 999	1,60
O.	Kurzové straty	52	15 485	5 021	18,58%	4,69%	-10 464	0,32
Q.	Ostatné náklady na finančnú činnosť	54	9 311	8 407	11,17%	7,86%	-904	0,90
***	Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	55	-81311	-90012	100,00 %	100,00 %	-8701	1,11
****	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	56	198956	706993	100,00 %	100,00 %	508037	3,55
R.	Daň z príjmov	57	85954	148469	100,00 %	100,00 %	62515	1,73
R.1.	Daň z príjmov splatná	58	79 464	138 122	92,45%	93,03%	58 658	1,74
2.	Daň z príjmov odložená	59	6 490	10 347	7,55%	6,97%	3 857	1,59

****	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	61	113002	558525	100,00 %	100,00 %	445523	4,94
------	---	----	--------	--------	----------	----------	--------	------

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej zvierky analyzovanej spoločnosti

Pri detailnejšom pohľade na výkaz ziskov a strát vidieť, že výnosy z hospodárskej činnosti vzrástli, čo naznačuje vyššiu aktivitu a záujem o produkty a najmä služby spoločnosti. Dosiahli úroveň 15 269 591 €, čo je zlepšenie o 3 588 187 € oproti roku 2023. Tomu zodpovedá aj index vývoja na úrovni 1,31. Tento nárast mohol byť spôsobený efektívnejšími marketingovými stratégiami, rozšírením ponuky alebo vstupom na nové trhy.

Avšak, zatiaľ čo tržby rástli, aj náklady spojené s predajom sa zvýšili. Tento nárast nákladov môže byť spojený s vyššími cenami vstupných surovín, zvýšením mzdových nákladov alebo vyššími nákladmi na dopravu a logistiku. Napriek tomu, že náklady na predaj rástli, hrubý zisk vzrástol o 508 037 €.

Dôležité je poznamenať, že pridaná hodnota sa zvýšila o 880 519 €, čo naznačuje, že spoločnosť efektívnejšie využíva svoje zdroje a investuje do inovácií.

#### 4.3.2 Finančné pomerové ukazovatele

S cieľom hlbšie preniknúť do finančného zdravia spoločnosti, sme sa v rámci finančnej analýzy zamerali aj na vybrané kľúčové ukazovatele. Tie boli zoskupené do oblastí likvidity, efektívnosti, finančnej stability a ziskovosti. Tieto ukazovatele sme skúmali za posledných 5 rokov.

Tabuľka 9: Ukazovatele likvidity spoločnosti Elektrex, a.s.

Likvidita	Merná j.	2020	2021	2022	2023	2024	Index vývoja 2021/20	Index vývoja 2022/21	Index vývoja 2023/22	Index vývoja 2024/23
Likvidita 1. stupňa	Koef.	0,4797	0,2444	0,0095	0,0547	0,0120	0,51	0,04	5,76	0,2200
Likvidita 2. stupňa	Koef.	2,3115	1,7440	1,2662	1,1054	0,8946	0,75	0,73	0,87	0,8100
Likvidita 3. stupňa	Koef.	3,0390	2,8139	2,1163	1,8318	1,4694	0,93	0,75	0,87	0,8000

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej zvierky analyzovanej spoločnosti

Likvidita 1. stupňa (okamžitá likvidita) vykazuje veľmi nízke hodnoty koeficientu počas celého obdobia. V roku 2024 dosahuje len 0,0120, čo znamená, že spoločnosť má veľmi málo okamžite dostupných prostriedkov na úhradu svojich krátkodobých záväzkov. V ideálnom prípade by sa mala táto hodnota pohybovať blízko alebo nad hodnotou 1, čo by indikovalo dostatočnú schopnosť okamžite splácať záväzky. Nízke hodnoty (hlavne v 2024) naznačujú potenciálne problémy s cash flow.

Likvidita 2. stupňa (bežná likvidita) je na tom o niečo lepšie, s hodnotami koeficientu pohybujúcimi sa v rozmedzí 2,3115 (2020) až 0,8946 (2024). Hodnota pod 1 (v roku 2024) znamená, že spoločnosť nemusí byť schopná pokryť svoje krátkodobé záväzky pomocou svojich obežných aktív. Optimálna hodnota sa zvyčajne považuje za 1,5 až 2. Avšak medián odvetvia v rovnakej veľkostnej kategórii za roky 2019 - 2022 je 1,00, takže podnik sa v tých rokoch viac-menej pohyboval v hornej polovici hodnôt likvidity druhého stupňa podnikov v odvetví.

Likvidita 3. stupňa (celková likvidita) vykazuje najvyššie hodnoty. V tomto prípade sa už hodnoty pohybujú bližšie k optimálnym, avšak pokles v roku 2024 oproti predchádzajúcim rokom je znepokojujúci. Medián odvetvia pre likviditu 3 stupňa za roky 2019 - 2022 bol 1,96 a v týchto rokoch mal podnik lepšiu likviditu ako medián likvidity 3.stupňa v odvetví.

Tabuľka 10: Ukazovatele aktivity spoločnosti Elektrex, a.s.

Aktivita	Merná j.	2020	2021	2022	2023	2024	Index vývoja 2021/20	Index vývoja 2022/21	Index vývoja 2023/22	Index vývoja 2024/23
<b>Doba obratu zásob</b>	deň	44,44	58,38	62,87	56,43	52,59	1,31	1,08	0,90	0,93
<b>Doba inkasa kr. pohľadávok</b>	deň	115,52	84,18	95,74	84,65	82,70	0,73	1,14	0,88	0,98
<b>Doba inkasa kr. pohľadávok z OS</b>	deň	79,05	71,48	82,97	77,48	77,74	0,90	1,16	0,93	1,00
<b>Doba splácania dlho. Záväzkov</b>	deň	1,29	1,68	2,15	1,81	1,22	1,30	1,28	0,84	0,68
<b>Doba splácania kr. záväzkov</b>	deň	57,52	49,69	43,97	43,89	69,08	0,86	0,88	1,00	1,57
<b>Doba splácania kr. záväzkov z OS</b>	deň	41,50	35,71	31,48	28,62	57,67	0,86	0,88	0,91	2,01
<b>Doba obratu aktív</b>	deň	285,19	253,08	288,81	308,56	273,14	0,89	1,14	1,07	0,89
<b>Obrat aktív</b>	koef.	1,28	1,44	1,26	1,18	1,34	1,13	0,88	0,94	1,13
<b>Obrat neobežného majetku</b>	koef.	3,92	3,85	2,87	2,27	2,70	0,98	0,75	0,79	1,19

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

V roku 2024 je doba obratu zásob 52,59 dní. Oproti rokom 2021 - 2023 postupne poklesla čo naznačuje efektívnejšie riadenie zásob. V porovnaní s odvetvím, kde sa medián pohybuje okolo 60,53 dní, je to výrazne lepší výsledok. Spoločnosť tak dokáže zásoby predat' rýchlejšie ako väčšina podnikov v odvetví.

Doba inkasa pohľadávok (celkových) sa približuje k mediánu odvetvia (85,49 dní). Zákazníci teda platia tvojej spoločnosti skôr, ako je bežné u menej efektívnych podnikoch v odvetví.

Zaujímavý je vývoj doby splácania krátkodobých záväzkov z obchodného styku. V roku 2024 táto doba dramaticky vzrástla na 57,67 dní. Ešte v predošlých rokoch sa pohybovala okolo úrovne odvetvia (medián bol 31,05 dní, dolný kvartil 22,20 dní). Teraz je nad horným kvartilom odvetvia (60,13 dní). Tento nárast by mohol signalizovať zhoršujúcu sa likviditu alebo aktívnu snahu o predĺženie splatnosti záväzkov.

Ukazovatele obratu aktív (doba obratu aktív 273,14 dní, obrat aktív 1,34) sú horšie ako priemer v odvetví. Medián obratu aktív sa pohybuje okolo 1,43-1,76 a

horný kvartil okolo 1,84-2,16. To znamená, že spoločnosť nevyužíva svoje aktíva tak efektívne na generovanie tržieb ako priemer alebo najlepšie podniky v odvetví.

Celkovo, podnik dosahuje dobré výsledky v riadení zásob a pohľadávok v porovnaní s priemerom odvetvia. Priestor na zlepšenie je v efektívnejšom využívaní aktív. Avšak niektoré ukazovatele doby obratu majú za posledné roky nižšiu hodnotu, čo naznačuje možnú prácu na zlepšovaní riadenia.

Tabuľka 11: Ukazovatele zadlženosti spoločnosti Elektrex, a.s.

Zadlženosť	Merná j.	2020	2021	2022	2023	2024	Index vývoja 2021/20	Index vývoja 2022/21	Index vývoja 2023/22	Index vývoja 2024/23
Stupeň samofinancovania	%	77,17	72,77	66,36	54,80	51,92	0,94	0,91	0,83	0,95
Stupeň zadlženosti (Celková zadlženosť)	%	22,83	27,23	33,64	45,20	48,08	1,19	1,24	1,34	1,06
Finančná páka	koef.	0,296	0,374	0,507	0,825	0,926	1,27	1,35	1,63	1,12
Dlhodobá zadlženosť	%	0,71	5,05	7,26	19,08	13,77	7,07	1,44	2,63	0,72
Úverová zadlženosť	%	0,00	4,82	13,07	24,65	16,72	0,00	2,71	1,89	0,68
Platobná neschopnosť	koef.	0,498	0,590	0,459	0,519	0,835	1,19	0,78	1,13	1,61
Úrokové krytie (min 3, dobrá hodnota 5 a viac)	koef.	110,795	975,798	27,308	4,399	8,559	8,81	0,03	0,16	1,95
Tokové zadlženie (3 až 4 roky)	rok	3,004	3,784	4,69	7,811	4,712	1,26	1,24	1,66	0,60

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Finančná stabilita podniku sa v roku 2024 oproti predchádzajúcim rokom mierne zmenila, pričom vidno isté vyrovnávanie ukazovateľov. Stupeň samofinancovania vyjadruje, aká časť majetku je financovaná vlastným kapitálom. V roku 2024 dosahuje 51,92 %, čo je pokračovanie klesajúceho trendu, podnik kryje menej majetku vlastným kapitálom. Naopak, stupeň zadlženosti (celková zadlženosť) je 48,08 %. Keďže medián odvetvia je 46,64 %, podnik je mierne zadlženejší ako priemer odvetvia. Nižší stupeň samofinancovania a vyšší stupeň zadlženosti znamená, že spoločnosť sa viac spolieha na cudzí kapitál, čo zvyšuje finančné riziko.

Finančná páka ukazuje, koľkokrát prevyšuje cudzí kapitál vlastný kapitál. Čím je hodnota vyššia, tým vyššie je finančné riziko. V roku 2024 dosahuje 0,93, čo

naznačuje mierny nárast oproti predchádzajúcim rokom, ale stále sa drží v pomerne bezpečných hodnotách.

Dlhodobá zadlženosť sa znížila oproti predchádzajúcemu roku, čo znamená, že podnik spláca svoje dlhodobé záväzky alebo menej využíva dlhodobé úvery. Tento pokles ho približuje k mediánu odvetvia (5,22 %), čo naznačuje, že podnik sa snaží znižovať riziko spojené s dlhodobými záväzkami. Na druhej strane, úverová zadlženosť, ktorá zahŕňa aj krátkodobé úvery, sa mierne znížila, čo môže znamenať efektívnejšie riadenie krátkodobých záväzkov. Medián odvetvia je len 2,00%, horný kvartil sa pohybuje na úrovni 13,07%.

Úrokové krytie vyjadruje, koľkokrát zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT) pokrýva úrokové náklady. Hodnota 8,56 je nad hranicou “dobrej hodnoty” (5 a viac) a zabezpečuje dostatočnú finančnú stabilitu, medián odvetvia je 15,7. Tokové zadlženie je pod 5 rokmi okrem roku 2023, medián odvetvia je 6,68 roka, takže tento podnik je na tom lepšie ako medián hodnoty pre podniky z odvetvia.

Celkovo možno povedať, že podnik v roku 2024 vykazuje stabilné finančné zdravie, aj keď mierne zvýšenie zadlženia môže signalizovať väčšiu závislosť od cudzích zdrojov. Na druhej strane, vysoké úrokové krytie a znižovanie dlhobodej zadlženosti ukazujú, že podnik má dostatočné finančné kapacity na zvládanie svojich záväzkov a na ďalší rozvoj.

Tabuľka 12: Ukazovatele rentability spoločnosti Elektrex, a.s.

Rentabilita	Merná j.	2020	2021	2022	2023	2024	Index vývoja 2021/20	Index vývoja 2022/21	Index vývoja 2023/22	Index vývoja 2024/23
<b>Rentabilita tržieb (ROS)</b>	%	1,54%	1,47	1,58	1,02	3,88	0,96	1,07	0,65	3,81
<b>Rentabilita tržieb brutto</b>	%	2,76	2,81	2,53	1,80	4,91	1,02	0,90	0,71	2,74
<b>Rentabilita výnosov</b>	%	1,43	1,36	1,45	0,97	3,65	0,95	1,07	0,67	3,78
<b>Rentabilita kapitálu (ROI)</b>	%	2,01	2,13	2,12	1,83	6,06	1,06	0,99	0,86	3,31
<b>Rentabilita aktív (ROA)</b>	%	1,98	2,13	2,00	1,21	5,19	1,08	0,94	0,60	4,30
<b>Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)</b>	%	2,56	2,92	3,01	2,20	9,99	1,14	1,03	0,73	4,54
<b>Podiel pridanej hodnoty v tržbách</b>	%	50,13	45,66	44,42	44,14	40,10	0,91	0,97	0,99	0,91
<b>Podiel novovytvorenej hodnoty v tržbách</b>	%	4,33	4,96	2,74	3,36	5,15	1,15	0,55	1,23	1,53
<b>Bežná rentabilita tržieb</b>	%	2,76	2,81	2,53	1,80	4,91	1,02	0,90	0,71	2,74

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Rentabilita tržieb (ROS) sa v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi niekoľkonásobne zvýšila, čo znamená, že podnik generuje vyšší zisk z každého eura tržieb. Oproti mediánu odvetvia, ktorý je 4,51 %, však stále mierne zaostáva.

Hrubá rentabilita tržieb aj rentabilita výnosov sa taktiež podstatne zvýšili, čo signalizuje, že podnik zlepšil svoju maržu a efektívnejšie kontroluje náklady. Rentabilita kapitálu (ROI) a rentabilita aktív (ROA) tiež vykázali výrazný rast, čo naznačuje, že podnik dokáže efektívnejšie využívať svoj kapitál a aktíva na tvorbu zisku. Najvýraznejšie zlepšenie je viditeľné pri rentabilite vlastného kapitálu (ROE), ktorá sa takmer päťnásobne zvýšila oproti minulému roku. To znamená, že vlastníci podniku získavajú z kapitálu oveľa vyšší výnos než v minulosti.

Podiel pridanej hodnoty v tržbách však v roku 2024 mierne klesol v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi, čo môže naznačovať, že sa v podniku buď zvýšil podiel nákladov, alebo zmenila cenová politika. Napriek tomu je stále výrazne nad mediánom odvetvia, ktorý je 26,11 %, čo znamená, že podnik si udržiava vysokú úroveň pridanej hodnoty. Podiel novo vytvorenej hodnoty v tržbách sa tiež zvýšil a je nad mediánom 4,15 %, čo naznačuje, že podnik efektívnejšie tvorí hodnotu.

Celkovo je vidieť jasný trend zlepšovania výkonnosti podniku, pričom viaceré ukazovatele sa dostali nad priemerné hodnoty v odvetví alebo sa k nim priblížili. To môže znamenať zlepšenú efektívnosť nákladov, lepšie cenové stratégie či vyššiu produktivitu.

#### 4.4 Ex Ante finančno ekonomická analýza

Predikcia budúceho finančného zdravia spoločnosti je kľúčovým krokom pre strategické rozhodovanie rovnako aj pre potreby ohodnotenia podniku. Táto ex-ante analýza si kladie za cieľ poskytnúť ucelený obraz o potenciálnom vývoji finančnej situácie, a to na základe aktuálnych dát a trendov. Prostredníctvom vybraných ukazovateľov sa snažíme identifikovať silné a slabé stránky podniku, ako aj možné riziká a príležitosti, ktoré by mohli ovplyvniť jeho budúcu výkonnosť. Cieľom je poskytnúť nástroj na kvalifikované odhady a riadenie finančnej stability.

Tabuľka 13: Index bonity spoločnosti Elektrex, a.s.

Model	2021	2022	2023	2024
Index bonity	1,4492	1,1955	0,8445	1,5786
Finančná situácia	Dobrá	Dobrá	Určité problémy	Dobrá

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Vývoj indexu bonity v sledovanom období vykazuje istú mieru fluktuácie. Hoci v roku 2024 dosahuje hodnotu, ktorá signalizuje uspokojivú finančnú situáciu, je dôležité poznamenať, že v predchádzajúcom roku vykazoval hodnoty signalizujúce určité problémy. Index bonity určuje dobrú finančnú situáciu nad úroveň 1. Index bonity v roku 2023 dosiahol hodnotu 0,84. Môže to znamenať, že subjekt mal málo vlastných zdrojov, čo môže zaťažovať financovanie jeho činnosti. Nižšia hodnota indexu môže tiež naznačovať vyššie riziko, že subjekt nebude schopný splniť svoje finančné záväzky. Subjekt mohol byť viac závislý na pôžičkách alebo iných externých finančných zdrojoch, čo mohlo zvýšiť jeho finančné náklady a riziko.

Tabuľka 14: Altmanovo Z-skóre spoločnosti Elektrex, a.s.

Model	2021	2022	2023	2024
<b>Altmanovo Z-skóre</b>	2,9973	2,5142	2,0088	2,1987
<b>Finančná situácia</b>	Dobrá	Šedá zóna	Šedá zóna	Šedá zóna

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Altmanovo Z-skóre je ďalší indikátor finančnej stability podniku. Všetky hodnoty okrem roku 2021 sa pohybujú v pásme, ktoré indikuje, že spoločnosť sa nachádza v “šedej zóne”, čo znamená istú mieru opatrnosti pri hodnotení jej finančnej situácie. Hoci nesignalizuje bezprostredné riziko bankrotu, je potrebné venovať pozornosť vývoju tohto ukazovateľa a monitorovať faktory, ktoré ho ovplyvňujú. Pri altmanovom Z-skóre sme využili rovnicu a stupnicou s koeficientami pre spoločnosti, ktoré neemitujú akcie obchodované na regulovanom trhu. V tom prípade je signálom dobrej finančnej situácie Z-skóre nad 2,9. Šedá zóna sa v tomto prípade definuje ako rozsah hodnôt medzi 1,2 a 2,9. V tejto zóne môžu byť naznačené indikácie, že spoločnosť má málo vlastných zdrojov, teda je viac závislá na pôžičkách.

Tabuľka 15: Index IN05 spoločnosti Elektrex, a.s.

Model	2021	2022	2023	2024
<b>Index IN05</b>	40,2562	2,2023	1,1195	1,3663
<b>Finančná situácia</b>	Podnik tvorí hodnotu	Podnik tvorí hodnotu	Šedá zóna	Šedá zóna

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky analyzovanej spoločnosti

Index IN05, komplexný ukazovateľ finančného zdravia, taktiež naznačuje v sledovanom období určité problémy. V roku 2024 a 2023 sa nachádza v “šedej zóne”, no v rokoch predtým signalizovala tvorbu hodnoty. Tvorbu hodnoty určuje hranica 1,6 a viac. Šedá zóna sa obvykle definuje ako rozsah hodnôt medzi 0,9 a 1,6, čo signalizuje, že spoločnosť nemá ani výrazné finančné problémy, ani zvlášť dobré výsledky, a jej finančná stabilita je nestabilná.

Celkovo sa dá povedať, že vo všetkých troch prípadoch bola finančná situácia spoločnosti problematická alebo nestabilná. Z ex ante analýzy sme zistili, že spoločnosť bola a je vystavená finančným výzvam a potrebuje opatrenia na zlepšenie svojej finančnej stability.

## 4.5 Finančný plán

Finančný plán je základným kameňom pre ohodnotenie budúceho potenciálu podniku. V rámci našej analýzy spoločnosti Elektrex, a.s. sme obdržali detailný finančný plán vypracovaný na obdobie 2025 až 2029. Tento dokument nám poskytuje pohľad na očakávaný vývoj kľúčových finančných položiek spoločnosti v nadchádzajúcich piatich rokoch. Budeme ho využívať aj pri všetkých výpočtoch, ktoré vyžadujú prognózované údaje zo súvahy a výkazu ziskov a strát.

### 4.5.1 Finančný plán aktív

Tabuľka 16: Finančný plán aktív spoločnosti Elektrex, a.s.

	Aktíva	Č.r.	Plán v €	Plán v €	Plán v €	Plán v €	Plán v €
			2025	2026	2027	2028	2029
	<b>SPOLU MAJETOK</b>	<b>1</b>	<b>13 473 993</b>	<b>13 206 472,00</b>	<b>13 851 013</b>	<b>13 558 081</b>	<b>14 305 443</b>
<b>A.</b>	<b>Neobežný majetok</b>	2	7 642 293	7 645 758,00	7 960 927	7 345 861	7 747 467
A.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	3	247 628	217 628,00	217 628	217 628	1 129 628
A.I.1.	Aktivov. náklady na vývoj	4	25 000	25 000,00	25 000	25 000	25 000
A.I.2.	Softvér	5	52 500	22 500,00	22 500	22 500	934 500
A.I.6.	Obstaraný dlhodobý nehmotný majetok	9	170 128	170 128,00	170 128	170 128	170 128
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok	11	7 389 383	7 422 848,00	7 738 017	7 122 951	6 612 557
A.II.1.	Pozemky	12	327 931	327 931,00	327 931	327 931	327 931
A.II.2.	Stavby	13	1 600 000	1 600 000,00	1 600 000	1 600 000	1 600 000
A.II.3.	Samost. hnut. vecí a súbory hnut. vecí	14	5 073 626	5 107 091,00	5 422 260	4 807 194	4 296 800
A.II.7.	Obstaraný dlhodobý hmotný majetok	18	387 826	387 826,00	387 826	387 826	387 826
A.III.	Dlhodobý finančný majetok	21	5 281	5 281,00	5 281	5 281	5 281
A.III.1.	Podiel. CP a podiely v prepojených účt. jednotkách	22	5 281	5 281,00	5 281	5 281	5 281
<b>B.</b>	<b>Obežný majetok</b>	33	5 748 604	5 494 137,00	5 820 712	6 138 307	6 479 598
B.I.	Zásoby	34	2 142 482	2 257 155,00	2 378 000	2 510 000	2 653 000
B.I.1.	Materiál	35	1 152 482	1 233 155,00	1 320 000	1 412 000	1 510 000

B.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary vlast. výroby	36	500 000	500 000,00	500 000	500 000	500 000
B.I.3.	Výrobky	37	430 000	460 000,00	490 000	525 000	565 000
B.I.5.	Tovar	39	60 000	64 000,00	68 000	73 000	78 000
B.III.	Krátkodobé pohľadávky	53	3 560 622	3 191 482,00	3 397 212	3 582 807	3 781 098
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	54	3 067 066	2 787 447,00	2 976 011	3 138 880	3 312 891
B.III.1.c.	Ostatné pohľadávky z obchodného styku	57	3 067 066	2 787 447,00	2 976 011	3 138 880	3 312 891
B.III.7.	Daňové pohľadávky a dotácie	63	451 556	362 035,00	379 201	401 927	426 207
B.III.9.	Iné pohľadávky	65	42 000	42 000,00	42 000	42 000	42 000
B.V.	Finančné účty	71	45 500	45 500,00	45 500	45 500	45 500
B.V.1.	Peniaze	72	500	500,00	500	500	500
B.V.2.	Účty v bankách	73	45 000	45 000,00	45 000	45 000	45 000
<b>C.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>74</b>	<b>83 096</b>	<b>66 577,00</b>	<b>69 374</b>	<b>73 913</b>	<b>78 378</b>
C.2.	Náklady budúcich období krátkodobé	76	83 096	66 577,00	69 374	73 913	78 378

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

#### 4.5.2 Finančný plán pasív

Tabuľka 17: Finančný plán pasív spoločnosti Elektrex, a.s.

	Pasíva	Č.r.	Plán v €	Plán v €	Plán v €	Plán v €	Plán v €
			2025	2026	2027	2028	2029
	<b>SPOLU VLASTNÉ IMANIE A ZÁVÄZKY</b>	<b>79</b>	<b>13473993</b>	<b>13206472</b>	<b>13851013</b>	<b>13558081</b>	<b>14305443</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastné imanie</b>	<b>80</b>	<b>6132119</b>	<b>6366959</b>	<b>6747719</b>	<b>7372971</b>	<b>8288467</b>
A.I.	Základné imanie	81	4654587	4654587	4654587	4654587	4654587
A.I.1.	Základné imanie	82	4 654 587	4 654 587,00	4 654 587	4 654 587	4 654 587,00
A.IV.	Zákonné rezervné fondy	87	146666	200930	224414	262490	325016
A.IV.1.	Zákonný rezervný fond a nedeliteľný fond	88	146 666	200 930,00	224414	262 490	325 016,00
A.VII.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	97	788225	1276601	1487957	1830641	2393368
A.VII.1.	Nerozdelený zisk minulých rokov	98	788 225	1 276 601,00	1 487 957	1 830 641	2 393 368,00
A.VIII.	Výsledok hospodárenia za účt. obdobie po zdanení	100	542640	234840	380760	625252	915496
<b>B.</b>	<b>Záväzky</b>	<b>101</b>	<b>7003705</b>	<b>6485310</b>	<b>6727863</b>	<b>5786999</b>	<b>5618865</b>

B.I.	Dlhodobé záväzky	102	53599	53599	53599	53599	53599
B.I.9.	Záväzky zo sociálneho fondu	114	10 000	10 000,00	10000	10 000	10 000,00
B.I.12.	Odložený daňový záväzok	117	43 599	43 599,00	43599	43 599	43 599,00
B.II.	Dlhodobé rezervy	118	23661	23661	23661	23661	23661
B.II.2.	Ostatné rezervy	120	23 661	23 661,00	23661	23 661	23 661,00
B.III.	Dlhodobé bankové úvery	121	2840000	2340000	1700000	1060000	1352000
B.IV.	Krátkodobé záväzky	122	2940226	2703214	2607147	2751498	2905265
B.IV.1.	Záväzky z obchodného styku	123	2565539	2317287	2209642	2342068	2483552
B.IV.1.c.	Ostatné záväzky z obchodného styku	126	2 565 539	2 317 287,00	2209642	2 342 068	2 483 552,00
B.IV.6.	Záväzky voči zamestnancom	131	232 306	239 275,00	246453	253 847	261 462,00
B.IV.7.	Záväzky zo sociálneho poistenia	132	142 381	146 652,00	151052	155 584	160 251,00
B.V.	Krátkodobé rezervy	136	204465	145704	151436	157825	164604
B.V.1.	Zákonné rezervy	137	204 465	145 704,00	151436	157 825	164 604,00
B.VI.	Bežné bankové úvery	139	941754	1219132	2192020	1740416	1119736
<b>C.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>141</b>	<b>338169</b>	<b>354203</b>	<b>375431</b>	<b>398111</b>	<b>398111</b>
C.3.	Výnosy budúcich období dlhodobé	144	338 169	354 203,00	375431	398 111	398 111,00

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

#### 4.5.3 Finančný plán výkazu ziskov a strát

Tabuľka 18: Finančný plán výkazu ziskov a strát spoločnosti Elektrex, a.s.

Označenie	Finančný plán VZaS	Č.r.	Plán v €	Plán v €	Plán v €	Plán v €	Plán v €
			2025	2026	2027	2028	2029
*	<b>Čistý obrat</b>	1	17 069 872	13625000	14 390 000	15 257 000	16195000
**	<b>Výnosy z hospodárskej činnosti</b>	2	17525251	14273000	14958000	15825000	16763000
I.	Tržby z predaja tovaru	3	252 000	365000	310 000	310 000	310000
II.	Tržby z predaja vlastných výrobkov	4	10 449 500	11390000	12 180 000	13 020 000	13925000
III.	Tržby z predaja služieb	5	6 368 372	1870000	1 900 000	1 927 000	1960000
V.	Aktivácia	7	101 099	275000	190 000	190 000	190000
VI.	Tržby z predaja DNM, DHM a materiálu	8	277 000	295000	300 000	300 000	300000

VII.	Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	9	77 280	78000	78 000	78 000	78000
**	<b>Náklady na hospodársku činnosť</b>	10	16620943	13759000	14247000	14850300	15477400
A.	Náklady vynaložené na obstaranie pred. tovaru	11	175 050	270000	220 000	220 000	220000
B.	Spotreba mater., energie a ostat.nesklad. dodávok	12	7 138 260	5233000	5 450 000	5 740 000	6020000
D.	Služby	14	3 253 053	1807000	1 870 000	1 890 000	1915000
E.	Osobné náklady	15	4942270	5019000	5155000	5307000	5460000
E.1.	Mzdové náklady	16	3 455 267	3535000	3 625 000	3 735 000	3845000
E.3.	Náklady na sociálne poistenie	18	1 382 824	1374000	1 410 000	1 452 000	1495000
E.4.	Sociálne náklady	19	104 179	110000	120 000	120 000	120000
F.	Dane a poplatky	20	75 790	80000	80 000	80 000	80000
G	Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	21	750730	1052000	1165000	1306300	1475400
G.1	Odpisy DNM a DHM	22	750 730	1052000	1 165 000	1 306 300	1475400
H.	Zostatková cena predaného DM a pred. Materiálu	24	240 700	250000	260 000	260 000	260000
I.	Opravné položky k pohľadávkam	25	9 000	10000	9 000	9 000	9000
J.	Ostatné náklady na hospodársku činnosť	26	36 090	38000	38 000	38 000	38000
***	<b>Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti</b>	27	904 308	514000	711 000	974 700	1285600
*	<b>Pridaná hodnota</b>	28	6 604 608	6590000	7 040 000	7 597 000	8230000
**	<b>Výnosy z finančnej činnosti</b>	29	8085	6000	6000	6000	6000
XI.	Výnosové úroky	39	2085	0	0	0	0
XI.2.	Ostatné výnosové úroky	41	2 085				
XII.	Kurzové zisky	42	6 000	6000	6 000	6 000	6000
**	<b>Náklady na finančnú činnosť</b>	45	198393	211000	216000	158000	87000
N.	Nákladové úroky	49	151829	160000	170000	112000	41000
N.2.	Ostatné nákladové úroky	51	151 829	160000	170 000	112 000	41000
O.	Kurzové straty	52	6 000	6000	6 000	6 000	6000
Q.	Ostatné náklady na finančnú činnosť	54	40 564	45000	40 000	40 000	40000
***	<b>Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti</b>	55	-190308	-205000	-210000	-152000	-81000
****	<b>Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením</b>	56	714000	309000	501000	822700	1204600
R.	Daň z príjmov	57	171360	74160	120240	197448	289104

R.1.	Daň z príjmov splatná	58	161 360	64160	110 240	187 448	279104
R.2.	Daň z príjmov odložená	59	10 000	10000	10 000	10 000	10000
****	<b>Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>61</b>	<b>542640</b>	<b>234840</b>	<b>380760</b>	<b>625252</b>	<b>915496</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

#### 4.5.4 Finančný plán cash flow

Tabuľka 19: Finančný plán cash flow spoločnosti Elektrex, a.s.

Položka	2025 (v €)	2026 (v €)	2027 (v €)	2028 (v €)	2029 (v €)
VH za ÚO	€542 640,00	234 840,00	380 760,00	625 252,00	915 496,00
Odpisy	750 730,00	1 052 000,00	1 165 000,00	1 306 300,00	1 475 400,00
Zmena stavu rezerv	66 515,00	-58 761,00	5 732,00	6 389,00	6 779,00
Zmena stavu zásob	69 886,24	114 673,00	120 845,00	132 000,00	143 000,00
Zmena stavu KD pohľadávok	301 011,31	-369 140,00	205 730,00	185 595,00	198 291,00
Zmena stavu KD záväzkov	217 410,58	-237 012,00	-96 067,00	144 351,00	153 767,00
<b>CF z prevádzkovej činnosti</b>	<b>1 206 398,03</b>	<b>1 245 534,00</b>	<b>1 128 850,00</b>	<b>1 764 697,00</b>	<b>2 210 151,00</b>
Zmena stavu neobežného majetku	2 306 426,68	3 465,00	315 169,00	-615 066,00	401 606,00
Odpisy	750 730,00	1 052 000,00	1 165 000,00	1 306 300,00	1 475 400,00
<b>CF z investičnej činnosti</b>	<b>-3 057 156,68</b>	<b>-1 055 465,00</b>	<b>-1 480 169,00</b>	<b>-691 234,00</b>	<b>-1 877 006,00</b>
Zmena stavu DD záväzkov	5 518,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Zmena stavu VI	542 640,25	234 840,00	380 760,00	625 252,00	915 496,00
VH za ÚO	542 640,00	234 840,00	380 760,00	625 252,00	915 496,00
CF z finančnej činnosti	5 518,25	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Net CF</b>	<b>-1 845 240,40</b>	<b>190 069,00</b>	<b>-351 319,00</b>	<b>1 073 463,00</b>	<b>333 145,00</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

## 4.6 Výpočet spoločných vstupov pre ohodnotenie podniku

V tejto kapitole sa budeme venovať výpočtu spoločných vstupov potrebných pre ohodnotenie podniku. Miera kapitalizácie bude použitá na transformáciu budúcich peňažných tokov a hodnôt na súčasnú hodnotu. Ďalej budeme zohľadňovať trvalo udržateľné tempo rastu ako jeden z kľúčových faktorov, ktorý ovplyvňuje dlhodobú

prosperitu podniku a používa sa na predpoklad navýšenia budúcich hodnôt rôznych ukazovateľov a vypočítanie pokračujúcej hodnoty.

#### 4.6.1 Výpočet miery kapitalizácie

Pri ohodnocovaní podniku je kľúčovým krokom stanovenie miery kapitalizácie, ktorá zohráva zásadnú úlohu pri určovaní súčasnej hodnoty budúcich peňažných tokov, odčerpateľných zdrojov a ďalších ukazovateľov. Táto kapitola sa zameriava na výpočet miery kapitalizácie, ktorá odráža náklady na kapitál spoločnosti a zohľadňuje riziká spojené s investíciou do podniku. Náklady na kapitál spoločnosti zahŕňajú náklady na vlastný aj požičaný kapitál.

Pri našom výpočte budeme vychádzať z aktuálnych trhových podmienok a platnej legislatívy. Dôležitým aspektom je použitie platnej daňovej sadzby, ktorá pre veľké spoločnosti v roku 2025 predstavuje 24%.

Tabuľka 20: Výpočet nákladov na cudzí kapitál zo súvahy

Rok	Vzorec	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Cudzí kapitál (úročený) v €</b>	DBÚ + BBÚ + Finančné výpomoci	0,00	332 853,00	1 004 142,00	2 308 182,00	1 799 769,54
<b>Nákladové úroky v €</b>	-	0,00	287,00	9 346,00	58 527,00	93 526,00
<b>Náklady na cudzí kapitál</b>	Náklady.úroky / Cudzí kapitál	0,00%	0,09%	0,93%	2,54%	5,20%
Priemer		1,75%				

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej zvierky analyzovanej spoločnosti

$$\text{Náklady na cudzí kapitál} = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Cudzí kapitál (úročený)}} \times 100$$

Cudzí kapitál (úročený) predstavuje celkovú sumu úročených záväzkov, ktoré zahŕňajú DBÚ (dlhodobé bankové úvery), BBÚ (krátkodobé bankové úvery) a finančné výpomoci. Pri nákladových úrokoch ide o celkové náklady na úroky, ktoré boli zaplatené za príslušný rok. Náklady na cudzí kapitál sa vypočítavajú ako podiel nákladových úrokov na cudzom kapitáli, vyjadrený v percentách. Výsledná hodnota 1,75% udáva priemerné náklady na požičaný kapitál za posledných 5 rokov.

Podnik nám poskytol reálne údaje o aktuálnych úveroch a úrokových sadzbách ku každému z nich.

Tabuľka 21: Výpočet nákladov na cudzí kapitál z poskytnutých údajov o úveroch

Zdroj	Odvetvie	Náklady na požičaný kapitál
Kontokorent	€449 797,15	3,85%
Investičný I.	€150 000,00	3,71%
Investičný II,	€267 789,00	4,20%
Investičný III.	€872 724,00	4,20%
<b>Priemer</b>	<b>€1 740 310,15</b>	<b>4,06%</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

Táto tabuľka predstavuje analýzu nákladov na požičaný kapitál podniku, ktoré boli vypočítané na základe reálnych úrokových sadzieb, ktoré podnik platí za jednotlivé úverové zdroje. Rozhodli sme sa použiť tento prístup, pretože poskytuje presný obraz o skutočných nákladoch spojených s financovaním podniku. Každý úverový zdroj (kontokorent a investičné úvery I., II., III.) má vlastnú úrokovú sadzbu, ktorá bola zohľadnená pri výpočte.

Na základe jednotlivých hodnôt sme vypočítali vážený priemer nákladov na požičaný kapitál, ktorý predstavuje **4,06 %** a ten budeme používať aj v ďalších výpočtoch.

Pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál využijeme model oceňovania kapitálových aktív (CAPM), ktorý je široko uznávaným nástrojom v oblasti finančného modelovania. Tento model nám umožní zohľadniť systematické riziko spojené s investíciou do podniku a poskytnúť tak komplexný pohľad na očakávanú návratnosť investície.

Koeficient beta nezadlžená ( $\beta$ ), je kľúčovým ukazovateľom pri výpočte nákladov vlastného kapitálu. Tento koeficient meria systematické riziko spoločnosti bez vplyvu finančnej páky, čo umožňuje porovnávať rizikovosť rôznych podnikov nezávisle od ich kapitálovej štruktúry. Pre náš výpočet sme použili hodnotu beta nezadlžená (unlevered) 1,23, ktorá zodpovedá sektoru electrical equipment. Táto

hodnota pochádza zo zdroja od profesora Aswatha Damodarana, ktorý pravidelne aktualizuje databázu trhových ukazovateľov pre rôzne odvetvia a regióny.<sup>24</sup>

Pri stanovení bezrizikovej sadzby ( $R_f$ ) pre výpočet nákladov vlastného kapitálu sme vychádzali z údajov o emisiách štátnych dlhopisov. Konkrétne sme použili priemerný akceptovaný výnos do splatnosti pre štátny dlhopis ŠD 242 T (ISIN: SK4000018958) s dátumom emisie 19.11.2024 a splatnosťou 21.04.2036, ktorý predstavoval 3,5109%. Tento údaj sme považovali za vhodný reprezentant bezrizikovej sadzby vzhľadom na jeho dlhodobý charakter a stabilitu štátnych cenných papierov.<sup>25</sup>

Prémia kapitálového trhu ( $R_m - R_f$ ), ktorú sme použili v našom výpočte, vychádza z údajov poskytnutých profesorom Aswathom Damodaranom na jeho štatistickej webovej stránke. Konkrétne sme použili hodnotu 5,93%, ktorá predstavuje equity risk premium pre Slovensko. Táto prémia zohľadňuje dodatočný výnos, ktorý investori očakávajú za podstúpenie rizika spojeného s investovaním na slovenskom akciovom trhu v porovnaní s bezrizikovou investíciou. Použitie tohto údaja nám umožňuje presnejšie zachytiť špecifické rizikové podmienky slovenského trhu v našom ohodnotení podniku.<sup>26</sup>

Pri výpočte nákladov vlastného kapitálu sme zohľadnili dodatočnú prirážku vo výške 1,00%, ktorá reflektuje špecifické riziká spojené s hodnotenou spoločnosťou. Táto prirážka sa skladá z dvoch zložiek: 0,50% za finančné a obchodné riziko a ďalších 0,50% za veľkosť spoločnosti a riziko nesplnenia finančného plánu. Zahrnutie tejto dodatočnej prirážky nám umožňuje presnejšie zachytiť celkové riziko investície do danej spoločnosti, ktoré nie je plne zohľadnené v štandardných parametroch modelu CAPM.

---

<sup>24</sup> <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

<sup>25</sup> [https://www.ardal.sk/\\_img/Documents/Vysledky\\_aukcie/VA\\_SD\\_242\\_20241118.pdf](https://www.ardal.sk/_img/Documents/Vysledky_aukcie/VA_SD_242_20241118.pdf)

<sup>26</sup>

[https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Tabuľka 22: Parametre ovplyvňujúce výpočet nákladov na vlastný kapitál

Položka	Skratka	Hodnota
Koeficient Beta nezadlžená	$\beta$	1,23
Bezriziková sadzba	$Rf$	3,51%
Prémia kapitálového trhu	$R_m - Rf$	5,93%
Prirážka za veľkosť	SCP	0,00%
Dodatočná prirážka	AP	1,00%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe poskytnutých zdrojov

Náklady vlastného kapitálu nezadlženého  $N_{vk}(n)$  predstavujú teoretickú situáciu, v ktorej by podnik bol financovaný výlučne vlastným kapitálom, bez akéhokoľvek dlhu. Tento výpočet eliminuje vplyv finančnej páky na riziko a výnosnosť podniku. Vychádza z modelu oceňovania kapitálových aktív (CAPM), ktorý zohľadňuje riziko spojené s investíciou prostredníctvom ukazovateľov, ako sú bezriziková sadzba, trhové rizikové prémie, beta koeficient a prirážky. Výsledná hodnota nám poskytuje základ pre ďalšie analýzy a umožňuje objektívne posúdiť nákladovosť vlastného kapitálu v čisto kapitálovo financovanom prostredí.

$$N_{vk}(n) = Rf + \beta \times (R_m - Rf) + SCP + AP$$

$$N_{vk}(n) = 3,5109 + 1,23 \times 5,93 + 0,00 + 1,00$$

$$N_{vk}(n) = \mathbf{11,80\%}$$

Pri výpočte zadlžených nákladov vlastného kapitálu  $N_{vk}(z)$  zohľadňujeme vplyv finančnej páky, teda pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom, ako aj daňový štít vyplývajúci z úrokov. Výpočet vychádza z nezadlžených nákladov vlastného kapitálu upravených o vplyv dlhu a príslušnej daňovej sadzby.

$$N_{vk}(z) = N_{vk}(n) + (N_{vk}(n) - N_{pk}) \times (1 - d) \times \frac{CK}{VK}$$

$$N_{vk}(z) = 11,8 + (11,8 - 4,06) \times (1 - 0,24) \times \frac{7\,329\,788,90}{5\,589\,478,75}$$

$$N_{vk}(z) = \mathbf{13,64\%}$$

Miera kapitalizácie (vážené priemerné náklady kapitálu) predstavuje výsledok spojenia všetkých kľúčových výpočtov, ktoré sme doteraz realizovali. Zohľadňuje náklady na vlastný kapitál (VK), náklady na cudzí kapitál (PK) a ich váhy v celkovej kapitálovej štruktúre podniku (CK). Tento ukazovateľ nám poskytuje komplexný pohľad na priemerné náklady kapitálu podniku, ktoré použijeme pri diskontovaní budúcich ukazovateľov v rámci rôznych výpočtov hodnoty podniku.

$$WACC(i) = (1 - d) \times N_{pk} \times \frac{PK}{CK} + N_{vk} \times \frac{VK}{CK}$$

$$WACC(i) = (1 - 0,24) \times 4,06 \times \frac{1\,740\,310,15}{7\,329\,788,90} + 13,64 \times \frac{5\,589\,478,75}{7\,329\,788,90}$$

$$WACC(i) = \mathbf{11,13\%}$$

#### 4.6.2 Trvalo udržateľné tempo rastu

Trvalo udržateľné tempo rastu je kľúčovým ukazovateľom pre podnik, ktorý pomáha určiť, ako rýchlo môže rásť. Pri určovaní trvalo udržateľného tempa rastu môžeme brať do úvahy rôzne faktory. Niektoré prístupy zohľadňujú infláciu, ktorá môže významne ovplyvniť reálny rast podniku. Iné metódy sa zameriavajú na priemerné hodnoty rentability vlastného kapitálu (ROE) za určité obdobie, čo poskytuje stabilnejší obraz o výkonnosti konkrétneho podniku. Ďalšou možnosťou je analyzovať priemerný rast tržieb, ktorý odráža schopnosť konkrétneho podniku zvyšovať svoje príjmy.

V nasledujúcich častiach sa pozrieme na rôzne varianty výpočtu trvalo udržateľného tempa rastu. Preskúmame ich a vyberieme tú najvhodnejšiu metódu, ktorú ďalej použijeme. Cieľom je poskytnúť komplexný pohľad na tento dôležitý ukazovateľ a pomôcť podniku lepšie porozumieť jeho potenciál pre udržateľný rast.

$$g_1 = \textit{očakávaná inflácia}$$

$$g_1 = \mathbf{4,1\%}$$

Použitie očakávanej inflácie ako prvej metódy pre určenie trvalo udržateľného tempa rastu nám umožňuje zohľadniť celkový ekonomický kontext, v

ktorom podnik pôsobí, keďže inflácia ovplyvňuje reálnu hodnotu peňazí a tým aj skutočný rast podniku. Očakávaná inflácia podľa NBS je **4,1%**.<sup>27</sup>

Ďalšou metódou na určenie trvalo udržateľného tempa rastu je kombinácia aktivačného pomeru a priemerného ROE (rentability vlastného kapitálu). Aktivačný pomer predstavuje časť zisku, ktorú podnik reinvestuje späť do svojho podnikania namiesto vyplatenia. Keď tento pomer vynásobíme priemerným ROE, získame odhad potenciálneho rastu podniku založený na jeho schopnosti generovať zisk a efektívne ho reinvestovať. Táto metóda neberie do úvahy len ziskovosť podniku, ale aj jeho stratégiu týkajúcu sa rozdeľovania zisku, čo poskytuje komplexnejší pohľad na potenciál udržateľného rastu.

Tabuľka 23: Výpočet aktivačného pomeru

Rok	2020	2021	2022	2023	2024	Priemer
<b>Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)</b>	2,56%	2,92%	3,01%	2,20%	9,99%	<b>4,14%</b>
<b>Prírastok nerozdeleného zisku</b>	16 836,00	-43 953,00	52 111,00	58 078,00	1 702,00	-
<b>Čistý zisk</b>	128 942	146 789	153 420	113 002	558 525	-
<b>Aktivačný pomer</b>	13,06%	-29,94%	33,97%	51,40%	0,30%	<b>13,76%</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky podniku

$$g_2 = \text{aktivačný pomer} \times \text{ROE}$$

$$g_2 = 13,76 \times 4,14$$

$$g_2 = \mathbf{0,57\%}$$

Trvalo udržateľné tempo rastu (0,5%) je v tomto prípade výrazne nižšie ako priemerný návrat vlastného kapitálu (ROE 4,14%), čo signalizuje, že podnik nevyužíva príležitosti na expanziu. V tomto prípade podnik buď nedisponuje výraznými voľnými prostriedkami, alebo ich alokuje inak (napr. splácanie dlhov, likvidita alebo uprednostňuje okamžitú odmenu akcionárov).

Analýza historického vývoja tržieb predstavuje ďalšiu metódu, ktorú použijeme pre určenie trvalo udržateľného tempa rastu. Skúmaním historických údajov môžeme identifikovať stabilné vzorce rastu a vypočítať priemerné tempo, ktoré podnik dokázal udržať v minulosti. Tento prístup poskytuje realistický obraz o

<sup>27</sup> <https://nbs.sk/dokument/dd7e2984-14a4-4eb1-b129-007767096b1d/stiahnut?force=false>

schopnosti podniku generovať príjmy v rôznych ekonomických podmienkach a môže slúžiť ako spoľahlivý indikátor budúceho potenciálu rastu.

Tabuľka 24: Analýza historického vývoja tržieb spoločnosti Elektrex, a.s.

Rok	2020	2021	2022	2023	2024	Priemer
Tržby z predaja tovaru, vl. výr. a služieb (v €)	8 354 930	9 958 890	9 708 203	11 075 129	14 385 651	<b>10 696 561</b>
Index vývoja	-	1,1920	0,9748	1,1408	1,2989	<b>1,1516</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe účtovnej závierky podniku

$$g_3 = 15,16\%$$

Po analýze historického vývoja tržieb sa teraz pozrieme do budúceho vývoja a preskúmame prognózovaný vývoj tržieb na nasledujúcich päť rokov. Táto metóda nám umožní určiť trvalo udržateľné tempo rastu na základe finančného plánu Elektrex, a.s. pre obdobie 2025 až 2029. Kým historické údaje nám poskytli pohľad na minulú výkonnosť, analýza finančného plánu nám umožní lepšie pochopiť, ako podnik vidí svoj budúci potenciál rastu.

Tabuľka 25: Analýza budúceho vývoja tržieb spoločnosti Elektrex, a.s.

Rok	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Priemer
Tržby z predaja tovaru, vl. výr. a služieb (v €)	14 385 651	17 069 872	13 625 000	14 390 000	15 257 000	16 195 000	<b>15 307 374</b>
Index vývoja		1,1866	0,7982	1,0561	1,0603	1,0615	<b>1,0325</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

$$g_4 = 3,03\%$$

Pri určovaní trvalo udržateľnej miery rastu ( $g$ ) sme analyzovali štyri rôzne prístupy, ktoré nám poskytli širokú škálu hodnôt. Očakávaná inflácia na úrovni 4,1% predstavuje základný ekonomický ukazovateľ, priemerné ROE 4,14% je schopnosť podniku zhodnocovať vložený kapitál, zatiaľ čo aktivačný pomer vynásobený ROE priniesol konzervatívnu hodnotu 0,57%. Historický vývoj tržieb ukázal výrazný rast 15,16%, čo však môže byť ťažko udržateľné v dlhodobom horizonte. Budúci vývoj tržieb predpokladá miernejší rast na úrovni 3,03%. Po zvážení všetkých týchto faktorov a v súlade s odporúčaniami pre spoločnosti s evidentným potenciálom rastu sme sa rozhodli použiť trvalo udržateľnú mieru rastu na úrovni 3,00%. Táto hodnota

poskytuje realistický pohľad na dlhodobý rast spoločnosti, zohľadňujúc jej historický výkon, budúce očakávania a celkové ekonomické podmienky, pričom zostáva v rámci všeobecne prijímaného rozpätia 2-3% pre rastúce spoločnosti.

## 4.7 Výpočet hodnoty spoločnosti podnikateľskou metódou

Pri ohodnocovaní spoločnosti Elektrex, a.s. sme sa rozhodli v prvom rade použiť podnikateľskú metódu s predpokladom časovo neobmedzenej životnosti podniku. Toto rozhodnutie bolo založené na dostupnosti detailného finančného plánu poskytnutého podnikom, ktorý naznačuje pozitívne budúce výsledky spoločnosti. Podnikateľská metóda nám umožní adekvátne zohľadniť plánované zisky a výnosy, čím získame komplexný obraz o hodnote podniku.

### 4.7.1 *Výpočet súčasných odčerpateľných zdrojov a pokračujúcej hodnoty podniku*

Pri ohodnocovaní spoločností podnikateľskou metódou je kľúčovým krokom výpočet odčerpateľných zdrojov. Táto fáza nám umožňuje určiť, koľko peňažných prostriedkov môže podnik generovať pre svojich vlastníkov a veriteľov bez ohrozenia svojej prevádzkovej činnosti a budúceho rastu. V našej analýze sa zameriame na výpočet odčerpateľných zdrojov nepriamou metódou, ktorá vychádza z výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení. K tomuto základu budeme pridávať odpisy, ktoré predstavujú nepeňažný náklad, a odpočítavať investície a zmeny pracovného kapitálu. Tieto úpravy nám pomôžu presnejšie zachytiť skutočný peňažný tok, ktorý podnik generuje.

Je dôležité poznamenať, že v rámci počítania nebudeme do výpočtu zahrňať nákladové úroky, keďže úročené cudzie zdroje budú odpočítané až v závere ohodnotenia. Tento prístup nám umožní získať objektivnejší obraz o hodnote podniku ako celku.

Pre našu analýzu budeme využívať finančný plán Elektrex, a.s. na roky 2025 až 2029, ktorý nám poskytol všetky potrebné vstupné údaje. Pri výpočte EBIT (zisk

pre úrokmi a zdanením) po zdanení sme aplikovali aktuálnu sadzbu dane z príjmu pre veľké spoločnosti, ktorá je stanovená na 24%.

Tabuľka 26: Plánované odpisy a investície

Položka	2025	2026	2027	2028	2029
Odpisy	€750 730,00	€1 052 000,00	€1 165 000,00	€1 306 300,00	€1 475 400,00
Investície	€3 000 000,00	€1 000 000,00	€1 300 000,00	€1 400 000,00	€1 400 000,00

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

Tabuľka 27: Prírastok pracovného kapitálu

Položka	2024 (v €)	2025 (v €)	2026 (v €)	2027 (v €)	2028 (v €)	2029 (v €)
	skutočnosť	plán	plán	plán	plán	plán
Finančné účty	44 442,45	45 500,00	45 500,00	45 500,00	45 500,00	45 500,00
Krátkodobé pohľadávky	3 259 610,69	3 560 622,00	3 191 482,00	3 397 212,00	3 582 807,00	3 781 098,00
Zásoby	2 072 595,76	2 142 482,00	2 257 155,00	2 378 000,00	2 510 000,00	2 653 000,00
Časové rozlíšenie (aktíva)	46 472,02	83 096,00	66 577,00	69 374,00	73 913,00	78 378,00
Krátkodobé záväzky	2 860 765,42	3 144 690,80	2 848 918,40	2 758 583,23	2 909 323,38	3 069 869,29
Časové rozlíšenie (pasíva)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Čistý pracovný kapitál	2 562 355,50	2 687 009,20	2 711 795,60	3 131 502,77	3 302 896,62	3 488 106,71
Prírastok ČPK		124 653,70	24 786,40	419 707,18	171 393,84	185 210,09

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

$$\Delta\text{ČPK} = F\text{Ú} + K\text{P} + Z\text{ás.} + \text{ČR}(a) - K\text{Záv.} - \text{ČR}(p)$$

Tabuľka 28: Výpočet odčerpateľných zdrojov

Položka	2025 (v €)	2026 (v €)	2027 (v €)	2028 (v €)	2029 (v €)
Výsledok hospodárenia pred zdanením	714 000,00	309 000,00	501 000,00	822 700,00	1 204 600,00
Nákladové úroky	151 829,00	160 000,00	170 000,00	112 000,00	41 000,00
EBIT	865 829,00	469 000,00	671 000,00	934 700,00	1 245 600,00
Daň (24 %)	207 798,96	112 560,00	161 040,00	224 328,00	298 944,00
EBIT po zdanení (EBIAT)	658 030,04	356 440,00	509 960,00	710 372,00	946 656,00
Odpisy	750 730,00	1 052 000,00	1 165 000,00	1 306 300,00	1 475 400,00
Ost. náklady, ktoré nie sú výdavkami (ON)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ost. výnosy, ktoré nie sú príjmami (OV)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Investície (I)	3 000 000,00	1 000 000,00	1 300 000,00	1 400 000,00	1 400 000,00
Prírastok pracovného kapitálu	124 653,70	24 786,40	419 707,18	171 393,84	185 210,09
Odčerpateľné zdroje	-1 715 893,66	383 653,60	-44 747,18	445 278,16	836 845,91

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

$$OZ_t = EBIAT + Odpisy + ON + OV - I - \Delta\check{C}PK$$

Tabuľka 29: Výpočet súčasnej hodnoty odčerpateľných zdrojov

Položka	2025	2026	2027	2028	2029
"Vzdialenosť od dátumu ocenenia" (roky)	1	2	3	4,0027	5,0027
Diskontný faktor	0,8998	0,8097	0,7286	0,6554	0,5898
Odčerpateľné zdroje (v €)	-1 715 893,66	383 653,60	-44 747,18	445 278,16	836 845,91
Súčasná hodnota odčerpateľných zdrojov (v €)	-1 544 012,27	310 641,91	-32 602,19	291 841,68	493 539,38
SÚČET SH odčerpateľných zdrojov (v €)	-480 591,50	-	-	-	-

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

$$SH OZ_t = OZ_t \times \frac{1}{[1 + WACC(i)]^n}$$

Súčasná hodnota odčerpateľných zdrojov za obdobie 2025 - 2029 je pri vypočítanej miere kapitalizácie 11,13 % vo výške -480 591 EUR (súčet SH OZ<sub>t</sub>).

Pokračujúca hodnota podniku je kľúčovým komponentom pri oceňovaní podniku. Predstavuje odhadovanú hodnotu podniku po danom období prognózy, teda v čase, keď už nie je možné detailne predpovedať odčerpateľné zdroje. Tento koncept vychádza z predpokladu, že spoločnosť bude pokračovať vo svojej činnosti aj po

skončení daného obdobia prognózy. Výpočet pokračujúcej hodnoty je založený na Gordonovom rastovom modeli, ktorý predpokladá stabilný rast odčerpateľných zdrojov do nekonečna.  $OZ_{t+1}$  je hodnota odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období, v našom prípade v roku 2030. V roku 2030 uvažujeme s odčerpateľnými zdrojmi ( $OZ$ ) na úrovni priemeru rokov 2028 a 2029 zvýšeným o trvale udržateľnú mieru rastu 3,0 %, t.j. vo výške 660 294 EUR. Dĺžka sledovaného obdobia je vyjadrená v  $n$ , v našom prípade 5 rokov.

$$PH = \frac{OZ_{t+1}}{WACC(i) - g} \times \frac{1}{1 + WACC(i)^n}$$

$$PH = \frac{660\,294}{0,1113 - 0,03} \times \frac{1}{1 + 0,1113^5}$$

$$PH = 4\,788\,611 \text{ EUR}$$

#### 4.7.2 Všeobecná hodnota podniku stanovená podnikateľskou metódou

Spoločnosť Elektrex, a.s. neevidovala k roku 2024 žiaden prevádzkovo-nepotrebný majetok a úročený požičaný kapitál (PK) bol vo výške 1 740 310,15 EUR.

$$HP_p = \sum SH OZ_t + PH + \text{Prev. nepotrebný majetok} - PK$$

$$HP_p = -480\,591 + 4\,788\,611 + 0 - 1\,740\,310,15$$

$$HP_p = 2\,567\,710 \text{ EUR}$$

Tento prístup zohľadňuje celkovú hodnotu Elektrex, a.s. vrátane neprevádzkových aktív a reálneho dlhového zaťaženia, čím poskytuje presnejší obraz o jeho finančnej hodnote.

Všeobecná hodnota spoločnosti Elektrex, a.s., stanovená podnikateľskou metódou, je v roku 2024 zaokrúhlene vo výške **2 567 710 EUR**.

## 4.8 Výpočet hodnoty podniku metódou diskontovaných peňažných tokov

Výpočet hodnoty podniku pomocou metódy diskontovaných peňažných tokov (DCF / SH CF) je jednou z najrozšírenejších a najpresnejších metód používaných v finančnom manažmente. Táto metóda predpokladá, že hodnota spoločnosti je rovná súčasnej hodnote všetkých budúcich peňažných tokov, ktoré spoločnosť vygeneruje. Kľúčovými komponentmi DCF analýzy sú voľné peňažné toky (FCF), pokračujúca hodnota (PH) a diskontná miera, ktorá odráža riziko spojené s investíciou. DCF metóda poskytuje komplexný pohľad na finančné perspektívy spoločností a je najvhodnejšia pre spoločnosti s predvídateľnými peňažnými tokmi.

Tabuľka 30: Výpočet hodnoty podniku metódou diskontovaných peňažných tokov

Ukazovateľ	2025	2026	2027	2028	2029
VH z hospodárskej činnosti	€714 000	€309 000	€501 000	€822 700	€1 204 600
Daň	€171 360	€74 160	€120 240	€197 448	€289 104
VH z HČ po zdanení	€542 640	€234 840	€380 760	€625 252	€915 496
Odpisy	€750 730	€1 052 000	€1 165 000	€1 306 300	€1 475 400
Čistý zisk + odpisy	€1 293 370	€1 286 840	€1 545 760	€1 931 552	€2 390 896
Investície (I)	€3 000 000	€1 000 000	€1 300 000	€1 400 000	€1 400 000
Čistý zisk + odpisy - investície	-€1 706 630	€286 840	€245 760	€531 552	€990 896
Prírastok pracovného kapitálu	€124 654	€24 787	€419 707	€171 394	€185 210
FCF	<b>-€1 831 284</b>	<b>€262 053</b>	<b>-€173 947</b>	<b>€360 158</b>	<b>€805 686</b>
Diskontný faktor	89,98%	80,97%	72,86%	65,54%	58,99%
SH CF	<b>-€1 647 843</b>	<b>€212 183</b>	<b>-€126 735</b>	<b>€236 053</b>	<b>€475 300</b>

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe podkladov podniku

$$FCF = \check{C}Z + \text{Odpisy} - I - \Delta\check{C}PK$$

$$\text{Diskontný faktor} = \frac{1}{[1 + WACC(i)]^n}$$

Pri ohodnotení podniku pomocou metódy súčasných finančných tokov (SH CF) je nutné určiť pokračujúcu hodnotu podniku. Táto hodnota predstavuje budúce cash flow po skončení predpokladaného obdobného horizontu a je kľúčová pre komplexné vyhodnotenie podnikovej hodnoty. Cash flow v čase t+1 sa vypočíta vynásobením posledného očakávaného cash flow (FCF) súčtom  $1 + g$ , kde  $g$  predstavuje trvalé tempo

rastu nami predošle určené na 3%. Cash flow v čase t+1, teda rok 2030 nám vyšlo 829 857,58 EUR. Pre výpočet pokračujúcej hodnoty použijeme model Gordonovho modelu, ktorý je založený na vzorci:

$$PH = \frac{FCF_t^{+1}}{WACC(i) - g} \times \frac{1}{1 + WACC(i)^n}$$

$$PH = \frac{829\,857,58}{0,1113 - 0,03} \times \frac{1}{1 + 0,1113^5}$$

$$PH = 6\,020\,060,79 \text{ EUR}$$

Vzorec na výpočet celkovej hodnoty podniku (HP) kombinuje súčet všetkých diskontovaných voľných cash flow za prognózované obdobie ( $\sum SH CF_t$ ) a pokračujúcu hodnotu podniku (PH). Tento prístup umožňuje zahrnúť nielen finančné toky v rámci predpokladaného časového horizontu, ale aj očakávané cash flow po jeho skončení.

$$HP = \sum SH CF_t + PH$$

$$HP = -851\,044 + 6\,020\,060,79$$

$$HP = 5\,169\,017 \text{ EUR}$$

## 4.9 Výpočet hodnoty podniku podľa pracovného excelu eValent

eValent je softvérový program na výpočet hodnoty, ktorý vypracovala VŠE Praha v rokoch 2002-2005. V spolupráci so slovenskou znaleckou spoločnosťou prispôsobený na slovenské podmienky. Používa sa v znaleckej praxi pri ohodnocovaní spoločností.

### 4.9.1 Hodnota podniku založená na odhadoch parametrov

Metóda výpočtu hodnoty podniku založená na odhade parametrov zahŕňa použitie korigovaného výsledku hospodárenia (KVH) z prevádzkovej činnosti, ktorý sa upravuje o jednorazové položky ako zisk alebo strata z predaja dlhodobého majetku. Tento postup sa využíva na lepšie zachytenie trvalých výnosov z podnikania, pretože zisk z predaja DHM neodráža bežnú prevádzkovú činnosť

podniku a môže byť považovaný za jednorazový. Nákladové úroky nepripočítame, lebo sú zahrnuté v miere kapitalizácie a ovplyvňujú diskontovanú hodnotu v rámci výpočtu.

Pri výpočtoch sa vychádza zo súčasného roku 2024 a na diskontovanie sa používa vážený priemer nákladov kapitálu (WACC), ktorý bol určený na úrovni 11,13 %. Výsledok hospodárenia je teda základným ukazovateľom pre odhad hodnoty podniku a jeho transformáciu na ekonomický zisk, ktorý berie do úvahy náklady na celý kapitál. Pri výpočtoch budeme používať reálnu sadzbu dane 24%, po ktorej dostaneme korigovaný výsledok hospodárenia po zdanení (KVHD).

Tabuľka 31: Vstupné hodnoty pre výpočet hodnoty podniku odhadom parametrov

Rok	2024
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením	€797 005
Zisk/strata z predaja dlhodobého majetku a materiálu	€59 132
Prevádzkovo-nepotrebný majetok	0
Korigovaný zisk	€737 873
Sadzba dane	24%
Korigovaný zisk po zdanení	€560 783,21
WACC(i)	11,13%
Úročený cudzí kapitál	€1 740 310,15

Zdroj: Vlastné spracovanie

Pri výpočte hodnoty podniku budeme uvažovať tri scenáre rastu (g). Najprv vypočítame hodnotu pri konštantnom raste, kde predpokladáme trvalé a stabilné tempo rastu zisku. Následne sa zameriame na mimoriadny rast, ktorý bude nasledovaný nulovým rastom, čo odráža situáciu, keď spoločnosť dosiahne svoj vrchol a jeho výnosy sa stabilizujú bez ďalšieho rastu. Nakoniec budeme počítať hodnotu pri mimoriadnom raste, po ktorom nasleduje stabilný rast, čo reprezentuje prechod z dynamického rozvoja do dlhodobej udržateľnosti.

Pri výpočtoch hodnoty podniku sa vo vzorci od zisku odpočítava výraz  $(1 - \text{podiel čistých investícií}) / (1 - \text{podiel ČI})$ , aby sa zohľadnilo, aká časť zisku je reinvestovaná späť do podniku. Tento postup umožňuje presnejšie určiť disponibilné peňažné prostriedky, ktoré sú k dispozícii pre vlastníkov alebo investorov. V našom prípade sú však čisté investície stanovené na 2 250 000 eur, zatiaľ čo zisk je len 560 783,21 eur, čo by viedlo k nereálne vysokému percentuálnemu podielu investícií

na zisku. Preto sme sa rozhodli použiť podiel rovný nule, čo znamená, že všetok zisk je považovaný za dostupný bez ďalšieho odpočtu. Tento prístup je realistický, keďže podnik môže financovať svoje investície z iných zdrojov, ako sú úvery, vlastné kapitálové vklady alebo iné externé financovanie. Použitie podielu 0 je teda oprávnené, pretože nepredpokladáme, že by zisk postačoval na pokrytie investícií

Pri prvom scenári konštantného rastu použijeme pôvodnú mieru rastu  $g$ , ktorú sme určili v predchádzajúcich výpočtoch, a to vo výške 3 %.

Tabuľka 32: Výpočet hodnoty podniku odhadom pri konštantnom raste

<b>Priemerné tempo rastu</b>	3%
<b>Podiel čistých investícií na korigovanie zisku</b>	0,00
<b>Výsledná hodnota podniku</b>	€7 102 776,68
<b>Hodnota vlastného kapitálu</b>	€5 362 466,53

Zdroj: *Vlastné spracovanie*

$$HP_1 = \frac{KVHD \times (1 + g) \times (1 - \text{podiel } \check{C}I)}{WACC(i) - g}$$

Pri výpočte hodnoty podniku pri konštantnom tempe rastu vzorec zohľadňuje korigovaný výsledok hospodárenia po zdanení (KVHD), ktorý sa upravuje o čisté investície a rast  $g$ . Diskontovanie sa vykonáva pomocou váženého priemeru nákladov kapitálu (WACC), pričom vzorec zohľadňuje rozdiel medzi WACC a mierou rastu, aby presne určil hodnotu podniku v dlhodobom horizonte. Pri hodnote vlastného kapitálu sa od výslednej hodnoty odráta požičaný kapitál.

Ďalej vychádzame z bežných odhadov rastu podnikov v dynamickej fáze, kde sa tempo rastu zvyčajne pohybuje medzi 10 % až 20 % a obdobie trvá 3 až 5 rokov, čo je typické pre podniky v expanzívnej fáze, keď sa presadzujú na trhu a zvyšujú svoj obrat. Pri výpočte hodnoty Elektrex, a.s. pre scenár mimoriadneho rastu nasledovaného nulovým rastom sme zvolili tempo rastu 15 % na obdobie 4 rokov. Voľba 15 % ako tempo mimoriadneho rastu bola inšpirovaná štúdiami, ktoré ukazujú, že podniky s takýmto tempom rastu majú prvenstvo v raste, často dosahujúce zisky väčšie ako priemerne rastúce podniky. Štyri roky sme zvolili ako realistický časový horizont, počas ktorého môže podnik udržať vysoké tempo rastu bez rizika vyčerpania zdrojov alebo narazenia na bariéry trhu.

Tabuľka 33: Výpočet hodnoty podniku odhadom pri mimoriadnom tempe rastu nasledované nulovým rastom

<b>Tempo mimoriadne vysokého rastu</b>	15%
<b>Podiel čistých investícií na korigovanie zisku</b>	0,00
<b>Dĺžka obdobia mimoriadne vysokého rastu v rokoch</b>	4,00
<b>Hodnota za obdobie mimoriadneho rastu</b>	€2 445 221,45
<b>Hodnota za obdobie nulového rastu</b>	€5 776 300,69
<b>Výsledná hodnota podniku</b>	€8 221 522,14
<b>Hodnota vlastného kapitálu</b>	€6 481 211,99

Zdroj: Vlastné spracovanie

$$HP_{\text{mim}} = KVHD \times (1 - \text{podiel } \check{C}I) \times \sum \frac{(1 + g_{\text{mim}})^n}{[1 + WACC(i)]^n}$$

$$HP_{\text{nul}} = \frac{KVHD \times (1 - \text{podiel } \check{C}I) \times (1 + g_{\text{mim}})^n}{WACC(i) * [1 + WACC(i)]^n}$$

$$HP_2 = HP_{\text{mim}} + HP_{\text{nul}}$$

Pri výpočte hodnoty podniku sme použili dva hlavné vzorce. Počas obdobia mimoriadneho rastu sme použili súčet diskontných sadzieb pre každý zo štyroch rokov. Po skončení tohto obdobia sme vypočítali hodnotu za obdobie nulového rastu, kde sa predpokladá, že KVHD zostane konštantný a je diskontovaný na dĺžku sledovaného obdobia pomocou WACC. Celková hodnota podniku je potom súčtom týchto dvoch komponentov.

Pri výpočte hodnoty podniku pre scenár mimoriadneho rastu nasledovaného stabilným rastom sme zvolili rovnakú hodnotu mimoriadneho rastu 15% a obdobie 3 roky. Obdobie troch rokov bolo zvolené, pretože v tomto príklade predpokladáme, že obdobie mimoriadneho rastu je obmedzené a podnik môže udržať vysoké tempo rastu iba počas pár rokov, než sa dostane do fázy stabilizácie. Po tomto období sme zvolili stabilný rast 2 %, čo je konzervatívna hodnota, ktorá zodpovedá dlhodobému udržateľnému rastu. Táto voľba umožňuje modelovať dlhodobú udržateľnosť podniku po skončení mimoriadneho rastu.

Tabuľka 34: Výpočet hodnoty podniku odhadom pri mimoriadnom tempe rastu nasledované stabilným rastom

Tempo mimoriadne vysokého rastu	15%
Dĺžka obdobia mimoriadne vysokého rastu v rokoch	3,00
Tempo stabilného rastu	2%
Podiel čistých investícií na korigovanie zisku	0,00
Hodnota za obdobie mimoriadneho rastu	€1 802 196,42
Hodnota za obdobie stab rastu	€6 940 615,21
Výsledná hodnota podniku	€8 742 811,63
Hodnota vlastného kapitálu	€7 002 501,48

Zdroj: Vlastné spracovanie

$$HP_{\text{mim}} = KVHD \times (1 - \text{podiel } \check{C}I) \times \sum \frac{(1 + g_{\text{mim}})^n}{[1 + WACC(i)]^n}$$

$$HP_{\text{sta}} = \frac{KVHD \times (1 - \text{podiel } \check{C}I)}{WACC(i) - g_{\text{sta}}} \times \frac{(1 + g_{\text{mim}})^n}{[1 + WACC(i)]^n} \times (1 + g_{\text{sta}})$$

$$HP_3 = HP_{\text{mim}} + HP_{\text{sta}}$$

Najprv sa vypočíta hodnota za obdobie mimoriadneho rastu, kde sa rastúce KVHD diskontuje počas daného časového obdobia. Potom sa vypočíta hodnota za obdobie stabilného rastu, ktorá zohľadňuje trvalý rast a používa vzorec pre nekonečný rast, pričom diskontovanie sa vykonáva tiež pomocou WACC. Celková hodnota Elektrex, a.s. je súčtom týchto dvoch hodnôt, čo umožňuje presne zachytiť prechod podniku z dynamického rozvoja do dlhodobej udržateľnosti.

Pri prvom scenári konštantného rastu nám vyšla hodnota podniku **7 102 776,68 EUR**. Pri druhom scenári, ktorý predpokladal mimoriadny rast nasledovaný nulovým rastom, bola hodnota Elektrex, a.s. **8 221 522,14 EUR**. Nakoniec, pri treťom scenári s mimoriadnym rastom nasledovaným stabilným rastom, bola hodnota podniku **8 742 811,63 EUR**.

#### 4.9.2 Hodnota podniku vypočítaná pomocou metódy EVA

V tejto kapitole sa budeme venovať výpočtu hodnoty podniku pomocou ukazovateľa Ekonomicky pridaná hodnota (EVA). EVA predstavuje mieru

finančného výkonu spoločnosti, ktorá odráža príjem nad minimálny náklad na financovanie. Táto kapitola bude vysvetľovať postup výpočtu EVA.

Tabuľka 35: Výpočet investovaného kapitálu

Rok	2024 (v €)	2025 (v €)	2026 (v €)	2027 (v €)	2028 (v €)	2029 (v €)
DHM	5 335 866,32	7 642 293,05	7 645 758,05	7 960 927,05	7 345 861,05	7 747 467,05
ČPK	1 733 653,05	2 687 009,20	2 711 795,60	3 131 502,77	3 302 896,62	3 488 106,71
Invest. kapitál	7 069 519,37	10 329 302,25	10 357 553,65	11 092 429,82	10 648 757,67	11 235 573,76

Zdroj: Vlastné spracovanie

Dlhodobý majetok zahŕňa investície do hmotných, nehmotných a finančných aktív, ktoré slúžia na dlhodobé fungovanie Elektrex, a.s. Čistý pracovný kapitál (ČPK) odráža krátkodobé zdroje a záväzky podniku, ktoré sú potrebné na zabezpečenie plynulého chodu operatívnych aktivít. Spojením týchto dvoch položiek získame celkovú hodnotu investovaného kapitálu, ktorý je základom pre výpočet EVA, keďže umožňuje zohľadniť všetky zdroje použité na tvorbu hodnoty.

Teraz si vypočítame ukazovateľ NOPAT (čistý operatívny zisk po zdanení) pre jednotlivé roky od 2025 do 2029.

Tabuľka 36: Výpočet NOPAT

Rok	2025	2026	2027	2028	2029
VH z prevádzkovej činnosti pre zdanením (v €)	904 308,00	514 000,00	711 000,00	974 700,00	1 285 600,00
Zisk/strata z predaja dlhodobého majetku a materiálu (v €)	-36 300,00	-45 000,00	-40 000,00	-40 000,00	-40 000,00
Zmena zostatku rezerv (v €)	66 515,00	-58 761,00	5 732,00	6 389,00	6 779,00
Korigovaný prevádzkový zisk (v €)	934 523,00	410 239,00	676 732,00	941 089,00	1 252 379,00
Daň (v €)	224 285,52	98 457,36	162 415,68	225 861,36	300 570,96
NOPAT (v €)	710 237,48	311 781,64	514 316,32	715 227,64	951 808,04

Zdroj: Vlastné spracovanie

Výpočet začína hodnotou VH z prevádzkovej činnosti pred zdanením, od ktorej sa odpočíta zisk z predaja dlhodobého majetku a materiálu. Následne zohľadňujeme zmenu zostatku rezerv, ktorá upravuje prevádzkový výsledok hospodárenia. Po týchto úpravách získame korigovaný prevádzkový zisk, ktorý je základom pre výpočet NOPAT. Z korigovaného prevádzkového zisku sa odpočítava daň, čím sa dosiahne konečná hodnota NOPAT.

Tabuľka 37: Výpočet EVA a diskontovanej EVA

Rok	2025	2026	2027	2028	2029
EVA	-€439 414	-€841 014	-€720 271	-€469 979	-€298 711
Diskontný faktor	0,8998	0,8097	0,7286	0,6554	0,5898
Diskontovaná EVA	-€395 405	-€680 990	-€524 810	-€308 055	-€176 185

Zdroj: Vlastné spracovanie

$$EVA = NOPAT - [WACC(i) \times K]$$

EVA sa vypočítava ako rozdiel medzi čistým operatívnym ziskom po zdanení (NOPAT) a nákladom na kapitál vynásobeným celkovým investovaným kapitálom (K).

$$HP_{eva} = IK + \sum \frac{EVA_t}{[1 + WACC(i)]^n}$$

$$HP_{eva} = 7\,069\,519,37 + (-€2\,085\,445)$$

$$HP_{eva} = \mathbf{4\,984\,074,46\,EUR}$$

Pri výpočte hodnoty Elektrex, a.s. sa diskontuje budúca EVA pomocou diskontného faktora, ktorý zohľadňuje časovú hodnotu peňazí. Diskontovaná EVA za jednotlivé roky sa následne sčítava, čím sa získava celková hodnota EVA za dané roky.

Hodnota podniku sa skladá z hodnoty investovaného kapitálu (K) a súčtu diskontovaných ekonomických pridaných hodnôt za jednotlivé roky ( $EVA_n$ ). Hodnota podniku pomocou ukazovateľa EVA bola vypočítaná na úrovni **4 984 074,46 EUR**.

#### 4.9.3 Výpočet hodnoty podniku pomocou kapitalizovaných ziskov

V tejto kapitole sa budeme venovať výpočtu hodnoty podniku pomocou metódy kapitalizácie ziskov. Táto metóda sa zaoberá zhodnotením minulých finančných výkonov Elektrex, a.s. od roku 2020 do roku 2024, ako aj kapitalizáciou budúcich očakávaných ziskov.

Cieľom tohto výpočtu bude stanoviť hodnotu podniku pomocou metódy kapitalizácie zisku za obdobie od roku 2020 do roku 2024. Pretože v našich

výpočtoch sú nákladové úroky odrátané zo zisku, rozhodli sme sa používať nezadlžené náklady vlastného kapitálu ( $N_{vk}$ ). Táto metóda umožňuje lepšie porovnávať hodnoty podnikov s rôznymi kapitálovými štruktúrami a poskytuje čisté zhodnotenie základnej hodnoty podniku bez vplyvu dlhu.

Tabuľka 38: Výpočet váženého odnímateľného čistého výnosu

Rok	2020	2021	2022	2023	2024
VH z prevádzkovej činnosti (v €)	241 307,00	290 855,00	267 920,00	280 267,00	797 004,90
Zisk/strata z predaja dlhodobého majetku a materiálu (v €)	79 829,00	150 199,00	72 771,00	63 481,00	59 132,26
Nákladové úroky (v €)	2 101,00	287,00	9 346,00	58 527,00	93 526,00
Daň 24% (v €)	38 250,48	33 688,56	44 593	37 982,16	154 643,19
Odnímateľný čistý výnos (v €)	121 126,52	106 680,44	141 210,28	120 276,84	489 703,45
Váha pre obdobie	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Vážený odnímateľný čistý výnos	€245 849,52				

Zdroj: Vlastné spracovanie

V rámci tohto procesu najprv vypočítame čistý výnos pred úrokmi za posledné roky, aby sme získali čisté finančné výnosy podniku neovplyvnené nákladmi na dlh. Použijeme reálnu daňovú sadzbu na úrovni 24%. Následne na kapitalizáciu tohto čistého výnosu použijeme nezadlžené náklady vlastného kapitálu, ktoré sa pohybujú na úrovni 11,80%. Tento vzorec zohľadňuje aj budúci rastový potenciál podniku a preto bude použitá miera rastu ( $g$ ) na úrovni 3%. Váhy 1–5 boli určené tak, aby najvyššia váha bola priradená najnovšiemu roku, pretože najnovšie údaje majú väčšiu relevanciu a lepšie odrážajú aktuálny stav Elektrex, a.s.. Nakoniec vypočítame vážený priemer.

$$\text{Prevádzková hodnota vlastného kapitálu} = \frac{\text{Vážený odnímateľný čistý výnos}}{N_{vk} - g}$$

$$\text{Prevádzková hodnota vlastného kapitálu} = \frac{245\,849,52}{0,1180 - 0,03}$$

$$\text{Prevádzková hodnota vlastného kapitálu} = 2\,792\,221,54 \text{ EUR}$$

Nakoniec pridáme hodnotu dlhu (PK), ktorá je 1 740 310,15 EUR, aby sme získali celkovú hodnotu podniku. Prevádzkovo nepotrebné aktíva sa pripočítavajú k hodnote pretože predstavujú dodatočnú hodnotu, ktorú podnik vlastní, ale nevyužíva na svoju hlavnú činnosť. Tento prístup umožňuje komplexné ohodnotenie podniku s ohľadom na jeho finančné výkony a kapitálovú štruktúru za sledované obdobie.

$$HP_{k1} = \text{Prevádzk. hodnota VK} + \text{prevádzk. nepotrebné aktíva} + PK$$

$$HP_{k1} = 2\,792\,221,54 + 0 + 1\,740\,310,15$$

$$HP_{k1} = \mathbf{4\,532\,531,69\,EUR}$$

V tomto výpočte chceme stanoviť hodnotu podniku pomocou metódy kapitalizácie budúcich ziskov za obdobie od roku 2025 do roku 2029, vrátane výpočtu pokračujúcej hodnoty za rok 2030.

Tabuľka 39: Výpočet diskontovaných budúcich odnímateľných čistých výnosov

Rok	2025	2026	2027	2028	2029
VH z prevádzkovej činnosti (v €)	904 308,00	514 000,00	711 000,00	974 700,00	1 285 600,00
Zisk/strata z predaja dlhodobého majetku a materiálu (v €)	36 300,00	45 000,00	40 000,00	40 000,00	40 000,00
Nákladové úroky (v €)	151 829,00	160 000,00	170 000,00	112 000,00	41 000,00
Daň 24% (v €)	171 882,96	74 160,00	120 240,00	197 448,00	289 104,00
Odnímateľný čistý výnos (v €)	544 296,04	234 840,00	380 760,00	625 252,00	915 496,00
Diskontný faktor	0,8944	0,8000	0,7155	0,6400	0,5724
Diskontovaný odnímateľný čistý výnos (v €)	486 827,08	187 867,29	272 439,43	400 141,22	524 027,65

Zdroj: Vlastné spracovanie

V rámci tohto procesu rovnako najprv vypočítame čistý výnos pred úrokmi za nasledujúce roky, aby sme získali čisté finančné výnosy podniku neovplyvnené nákladmi na dlh. Počítame so súčasnou daňovou sadzbou 24%. Na diskontovanie budúcich výnosov použijeme  $N_{vk}$  11,80%.

$$\text{Diskontný faktor} = \frac{1}{[1 + N_{vk}]^n}$$

Pre rok 2030 a ďalej budeme používať Gordonov model na výpočet pokračujúcej hodnoty, ktorý zohľadňuje dlhodobý rastový potenciál podniku. Počítame s rovnakým  $g$  na úrovni 3%.

$$\text{Diskont. odnímateľný čistý výnos}_{2030} = \frac{\text{Odnímateľný čistý výnos}_{2029}}{(N_{vk} - g) \times \frac{1}{[1 + N_{vk}]^n}}$$

$$\text{Diskont. odnímateľný čistý výnos}_{2030} = \frac{915\,496}{[0,1180 - 0,03] \times \frac{1}{[1 + 0,1180]^5}}$$

$$\text{Diskont. odnímateľný čistý výnos}_{2030} = 6\,130\,161,77 \text{ EUR}$$

Aby sme získali celkovú hodnotu Elektrex, a.s., sčítame diskontované odnímateľné čisté výnosy (DOČV) za obdobie 2025 až 2029, ktoré reprezentujú hodnotu prevádzkových aktív, pokračujúcu hodnotu za rok 2030, cudzí úročený kapitál (PK), ktorý zohľadňuje finančnú štruktúru podniku a prevádzkovo-nepotrebné aktíva. Tie pridávajú dodatočnú hodnotu, ktorá nie je generovaná prevádzkovou činnosťou.

$$HP_{k2} = \sum DOČV_n + DOČV_{2030} + PK + \text{prevádzk. nepotrebné aktíva}$$

$$HP_{k2} = 1\,871\,302,68 + 6\,130\,161,77 + 1\,740\,310,15 + 0$$

$$HP_{k2} = \mathbf{9\,741\,774,59 \text{ EUR}}$$

## 5. Diskusia

Najskôr sme si pre naše výpočty zvolili a vypočítali spoločné vstupy. Pri výpočte miery kapitalizácie sme postupovali tak, že sme najprv vypočítali priemer nákladov na cudzí kapitál na základe úrokových sadzieb, ktorý bol stanovený na úrovni 4,06%. Ďalej sme určili náklady na vlastný kapitál, ktoré sa pohybovali na úrovni 11,80% v nezadlženej forme a 13,64% v zadlženej forme. Tieto hodnoty sme následne použili pri výpočte WACC, ktoré boli stanovené pomocou vzorca zohľadňujúceho váhy cudzieho a vlastného kapitálu v kapitálovej štruktúre podniku. Výsledná hodnota WACC bola 11,13%, čo predstavuje komplexný ukazovateľ priemerných nákladov kapitálu podniku, ktorý sme využívali takmer vo všetkých výpočtoch hodnoty podniku. Pri určovaní trvalo udržateľnej miery rastu (g) sme mali na výber päť rôznych prístupov, ktoré nám poskytli širokú škálu hodnôt. Vybrali sme trvalo udržateľnú mieru rastu na úrovni 3,00%, pretože zobrazuje všeobecne prijímané rozpätie pre rastúce spoločnosti. Táto hodnota bola zvolená po porovnaní možných g na úrovni hodnôt očakávanej inflácie, priemerného ROE, aktivačného pomeru vynásobeného ROE a historického aj budúceho vývoja tržieb.

V rámci ohodnotenia Elektrex, a.s. sme aplikovali viaceré metódy, ako napríklad DCF, kapitalizáciu budúcich ziskov a EVA, s cieľom určiť najvhodnejší prístup k jeho ohodnoteniu. Tieto metódy vykazovali rozdielne výsledky, čo nás viedlo k analýze ich slabín a presnejšiemu zhodnoteniu ich vhodnosti pre konkrétny podnik.

Pri oceňovaní podniku bolo kľúčové zvoliť vhodný typ zisku alebo peňažného toku (cash flow), to bolo prvým pozorovateľným rozdielom pri rozličných metódach.

V podnikateľskej metóde sme použili tzv. odčerpateľné zdroje, ktoré predstavujú sumu, ktorú je možné z podniku vyňať bez ohrozenia jeho ďalšieho fungovania. Výpočet vychádza z EBIT po zdanení, ku ktorému sa pripočítavajú odpisy a ďalšie nepeňažné náklady, a odpočítavajú sa investície a prírastok pracovného kapitálu. Tento prístup sa zameriava na skutočne dostupné zdroje pre veriteľov. Výhodou je, že zohľadňuje reálnu schopnosť podniku generovať hotovosť pre veriteľov a odstraňuje vplyv účtovných operácií (napr. odpisov). Nevýhodou je, že tento prístup nie je vhodný pri výrazne kolísajúcich investičných potrebách a vyžaduje detailné informácie o investíciách a pracovnom kapitáli.

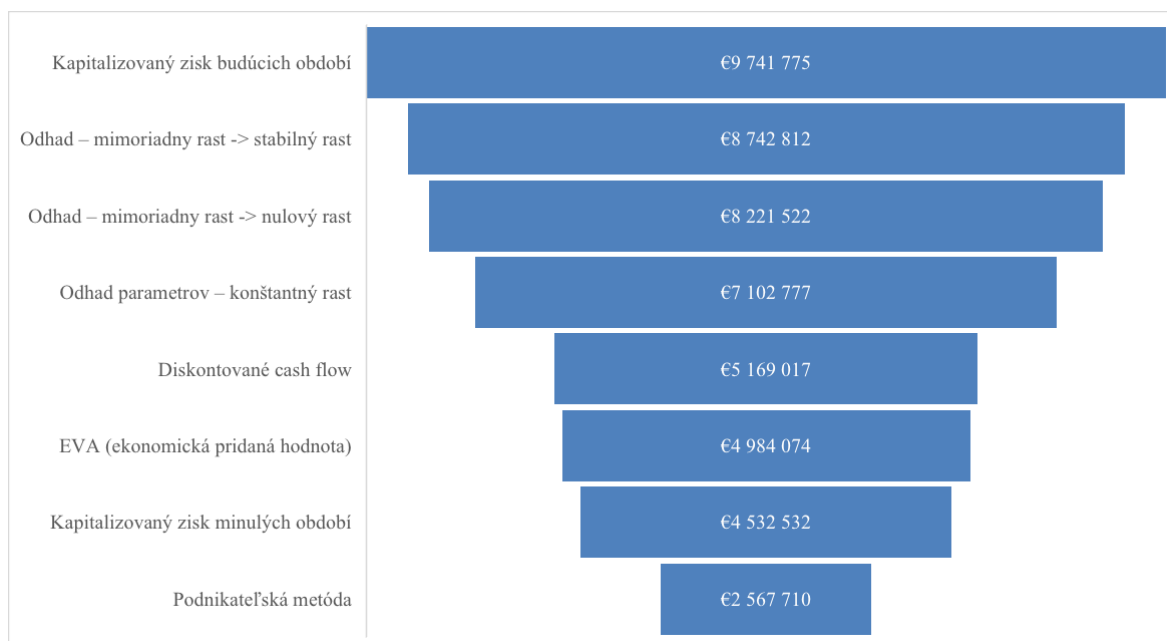
Pri DCF metóde sme vychádzali z čistého zisku po zdanení, ku ktorému sa pripočítali odpisy, odpočítali investície a zohľadnil sa prírastok pracovného kapitálu. Výsledkom je Free Cash Flow (FCF), ktorý predstavuje objem hotovosti, ktorý môže podnik voľne použiť, napríklad na vyplatenie dividend alebo splatenie dlhov. Najkomplexnejšie zachytáva tvorbu hodnoty pre vlastníkov a zohľadňuje investičné potreby a zmeny v pracovnom kapitáli. Avšak rovnako vyžaduje presné odhady budúcich investícií a pracovného kapitálu a je citlivý na zmenu predpokladov (napr. WACC, rast FCF).

Pri počítaní hodnoty Elektrex, a.s. na základe odhadov parametrov sme použili korigovaný zisk, ktorý je očistený o mimoriadne položky, neprevádzkové výnosy a náklady, aby lepšie vystihoval bežnú výkonnosť podniku. Tento zisk je následne upravený o daň a ďalšie relevantné položky. Je jednoduchší na výpočet, pretože sa dá vyrátať aj pri nedostatku detailných údajov. Môže ignorovať významné investičné potreby alebo zmeny v pracovnom kapitáli a byť ovplyvnený účtovnými úpravami, čo sú jeho nevýhody.

Pri EVA metóde sme použili NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), teda čistý prevádzkový zisk po zdanení. Tento ukazovateľ vyjadruje, aký zisk podnik vygeneroval z prevádzkovej činnosti po zdanení, bez vplyvu finančných rozhodnutí (úroky, dlhy). Umožňuje porovnať výkonnosť podnikov s rôznou kapitálovou štruktúrou a zohľadňuje len prevádzkovú efektívnosť. Nevýhodami opäť je, že nezohľadňuje investičné potreby a zmeny pracovného kapitálu a môže byť ovplyvnený účtovnými úpravami.

Pri metóde kapitalizácie ziskov sme použili vážený odnímateľný čistý výnos, ktorý je priemerom čistých výnosov za niekoľko rokov, pričom jednotlivé roky majú rôznu váhu podľa dôležitosti alebo v našom prípade podľa vzdialenosti k súčasnosti. Tento ukazovateľ je vhodný najmä pre stabilné podniky. Je jednoduchý na výpočet, a znižuje vplyv výkyvov v jednotlivých rokoch. Je nevhodný pre podniky s výraznými investičnými potrebami alebo rastom a nezohľadňuje budúce zmeny v podnikaní.

Použitie rôznych typov ziskov a peňažných tokov v jednotlivých metódach nie je náhodné – každá metóda má iný cieľ, zohľadňuje iné aspekty podnikania a poskytuje iný pohľad na hodnotu podniku. Správna voľba závisí od dostupnosti údajov, stability podniku, účelu ocenenia a požiadaviek investora. Kombinácia viacerých prístupov zvyšuje objektivitu a spoľahlivosť výsledného ocenenia.



Graf 4: Výsledky ohodnotenia podniku pomocou rôznych metód

Zdroj: Vlastné spracovanie

Každá metóda má svoje slabiny a môže byť nevhodná v závislosti od špecifických okolností podniku. Dôležité je vybrať metódu, ktorá najlepšie zohľadňuje reálnu situáciu a potenciál Elektrex, a.s..

Podnikateľská metóda sa zameriava na aktuálne schopnosti podniku generovať zdroje a menej sa opiera o dlhodobé predpoklady o raste. Výsledná hodnota (2 567 710 EUR) lepšie reflektuje súčasný stav podniku bez nadmerného spoliehania sa na neisté budúce cash flow. Odčerpateľné zdroje nepredpokladajú obdobie mimoriadneho rastu ani nulový alebo stabilný dlhodobý rast, čo môže byť lepšie aplikovateľné pre spoločnosť s vyšším rizikom alebo nestabilným trhovým prostredím. Táto metóda lepšie zohľadňuje rizikové faktory spojené s investíciami a aktuálnou finančnou situáciou Elektrex, a.s., čím poskytuje konzervatívnejší pohľad na hodnotu podniku.

DCF metóda ohodnocuje podnik na základe súčasných hodnôt jeho budúcich peňažných tokov. Táto metóda poskytuje komplexný pohľad na tvorbu hodnoty pre vlastníkov, zohľadňuje investičné potreby a zmeny v pracovnom kapitáli. Nevýhody DCF metódy zahŕňajú jej citlivosť na zmenu predpokladov, ako sú WACC a rast FCF. Metóda vyžaduje presné odhady budúcich investícií a pracovného kapitálu, čo môže byť pri niektorých spoločnostiach problematické. DCF môže tiež viesť k nadhodnoteniu hodnoty

podniku, ak sú predpoklady o budúcnosti optimistické. Ak podnik nemá dostatočné základy na udržanie takého rastu, tieto metódy môžu vykazovať extrémne vysoké hodnoty.

Metóda výpočtu hodnoty Elektrex, a.s. odhadom parametrov zahŕňa scenár s obdobím mimoriadne vysokého rastu (15 % ročne počas 3 rokov), čo výrazne zvyšuje hodnotu podniku v prvých rokoch. Tento optimistický predpoklad môže byť nereálny, najmä ak spoločnosť nemá stabilné základy na udržanie takéhoto rastu. Po období mimoriadneho rastu sa predpokladá stabilný rast 2 % ročne, čo spolu vedie k vysokej výslednej hodnote podniku (€8 742 811,63). Tento model však predpokladá, že spoločnosť bude schopná generovať stabilné cash flow dlhodobo, čo nemusí byť realistické. Tiež pravdepodobne nerealistickým scenárom je, keď druhý variant tejto metódy predpokladá po mimoriadnom raste nulový rast, čo neberie do úvahy dynamiku trhu ani potenciálne príležitosti pre udržateľný rozvoj. Takýto prudký prepád rastovej krivky môže podhodnotiť skutočný potenciál podniku. Diskontná sadzba použitá v modeli môže navyše nedostatočne reflektovať riziká spojené s prechodom medzi fázami rastu, čo spôsobuje nepresnosti v ocenení. Scenár s konštantným rastom (3 % ročne) predpokladá, že podnik dokáže udržať stabilné tempo rastu po neobmedzenú dobu, čo je v praxi veľmi zriedkavé. Tento prístup ignoruje možnosť cyklických výkyvov v odvetví, konkurenčné tlaky alebo zmeny v spotrebiteľských preferenciách, ktoré môžu spôsobiť náhle spomalenie alebo stagnáciu. Zároveň neumožňuje zohľadniť krátkodobé príležitosti pre zrýchlenie rastu, čím podhodnocuje potenciál. Konštantný rast navyše predpokladá, že podnik má dostatočnú kapacitu (finančnú, personálnu, technologickú) na udržanie rovnomerného tempa bez potreby reinvestícií alebo štrukturálnych zmien, čo môže viesť k nepresnej hodnote v dynamických trhových podmienkach.

EVA sa zameriava na ekonomickú výkonnosť a môže byť menej citlivá na dlhodobé predpoklady o raste. Meria výkonnosť podniku tým, že odstráni náklady kapitálu z čistého prevádzkového zisku po zdanení (NOPAT). Táto metóda poskytuje pohľad na to, či podnik vytvára hodnotu pre svojich akcionárov. EVA je užitočná pri porovnávaní výkonnosti podnikov s rôznou kapitálovou štruktúrou, pretože zohľadňuje len prevádzkovú efektívnosť, ale v tomto prípade nie je EVA smerodajnou hodnotou Elektrex, a.s., napríklad pri potenciálnom predaji. Nevýhodou EVA je jej nezávislosť od investičných potrieb a zmien pracovného kapitálu, čo vedie k nesprávnej interpretácii dlhodobých investícií.

Metóda kapitalizácie minulých ziskov vychádza z historických údajov o čistých výnosoch podniku, ktoré sa kapitalizujú pomocou nákladov vlastného kapitálu. Historické údaje o výnosoch nemusia dostatočne odrážať aktuálnu situáciu podniku ani jej schopnosť generovať výnosy v budúcnosti. Ak sa podnik nachádza v období stagnácie alebo poklesu, použitie minulých výnosov môže viesť k nadhodnoteniu hodnoty podniku. Táto metóda predpokladá stabilitu minulých výnosov a ich opakovanie v budúcnosti, čo nemusí byť realistické. Ak je trh alebo podnikanie spoločnosti volatilné, kapitalizácia minulých ziskov je nesprávna. Metóda nezohľadňuje potrebu ďalších investícií na udržanie alebo zvýšenie výnosov, čo môže byť významný faktor v prípade tohto podniku.

Pri metóde kapitalizácie budúcich ziskov zas ignorujeme aktuálne problémy. Táto metóda nezohľadňuje problémy, ako sú vysoké investičné náklady alebo nestabilné cash flow. Použitá diskontná sadzba (11,80 %) nemusí dostatočne reflektovať riziko spojené s podnikaním. Nižšia diskontná sadzba vedie k menšiemu diskontovaniu budúcich výnosov, čo výrazne zvyšuje výslednú hodnotu podniku. Elektrex, a.s. má vysoké investičné náklady v prvých rokoch, ktoré významne ovplyvňujú jej schopnosť generovať čisté výnosy. Metóda kapitalizácie budúcich ziskov tieto riziká nezohľadňuje dostatočne. Väčšina výslednej hodnoty podniku pochádza z diskontovaného odnímateľného čistého výnosu na rok 2030 (pokračujúca hodnota - 6 130 161,77 EUR), čo naznačuje nadmerné spoliehanie sa na dlhodobé projekcie a ignorovanie krátkodobých rizík.

Obe metódy kapitalizácie ziskov majú spoločné slabiny: spoliehajú sa na stabilitu a predvídateľnosť výnosov bez dostatočného zohľadnenia rizík a volatility podnikania. Metódy kapitalizácie ziskov v tomto prípade vykazujú extrémne vysoké hodnoty podniku kvôli optimistickým predpokladom o stabilite minulých výnosov a mimoriadnom raste v budúcnosti. Pre Elektrex, a.s. konkrétne nie sú vhodné, pretože nezohľadňujú ich aktuálnu finančnú situáciu, investičné potreby ani rizikové faktory alebo problémy spojené s jej podnikaním.

Po analýze všetkých metód sme dospeli k záveru, že podnikateľská metóda v tomto príklade najlepšie reflektuje reálnu hodnotu podniku.

## Záver

V tejto diplomovej práci sme sa komplexne zaoberali problematikou ohodnotenia podnikov z teoretického aj praktického hľadiska. Na začiatku sme vymedzili teoretické základy ohodnotenia podnikov, kde sme opisovali súčasný stav tejto problematiky v domacom aj zahraničnom kontexte. Definovali sme hodnotu podniku a jej význam v podnikovej praxi, ako aj jej využitie pri strategických rozhodnutiach, ako sú akvizície, fúzie, financovanie alebo predaj. Opísali sme hlavné zdroje informácií potrebné pre ohodnotenie, ktoré zahŕňajú finančné výkazy, trhové údaje a makroekonomické ukazovatele.

Ďalej sme teoreticky skúmali rôzne typy metód ohodnotenia podniku, ako sú majetkové, výnosové, trhové, a kombinované metódy. Tieto metódy sme podrobne analyzovali a vysvetlili ich princípy a použitie. Opísali sme si aj oceňovanie pri špecifických typoch spoločností. Cieľom tejto časti práce bolo poskytnúť ucelený prehľad oceňovacích metód a ich teoretických východísk.

V ďalšej časti sme si jasne definovali cieľ práce a metódy, ktoré sme používali pri písaní práce.

V praktickej časti práce, výsledky práce, sme aplikovali vybrané metódy ohodnotenia na konkrétny podnik. Analyzovali sme finančné údaje a makroekonomické ukazovatele, ktoré sú potrebné pre ohodnotenie podniku, a popísali sme si postup jednotlivých metód. Podnikateľskou metódou sme ohodnotili podnik na úrovni 2 567 710 EUR, metódou diskontovaných cash flow (DCF) na 5 169 017 EUR, výpočtami založenými na odhadoch parametrov s rôznymi scenármi rastu priniesli hodnoty od 7 102 776,68 EUR do 8 742 811,63 EUR. Metóda EVA vyšla s hodnotou podniku 4 984 074,46 EUR, kapitalizácia minulých ziskov 4 532 531,69 EUR a kapitalizácia budúcich ziskov 9 741 774,59 EUR.

V diskusii sme porovnali výsledky získané pomocou jednotlivých metód a identifikovali faktory, ktoré ovplyvňovali tieto výsledky. Zistili sme, že každá metóda má svoje slabiny a výhody. Podnikateľská metóda sa ukázala byť konzervatívnejšou a lepšie zohľadňovala aktuálnu finančnú situáciu podniku, zatiaľ čo metódy založené na budúcich predpokladoch, ako DCF a kapitalizácia budúcich ziskov, môžu viesť k nadhodnoteniu hodnoty Elektrex, a.s.. Táto práca tak prispela k lepšiemu pochopeniu výhod a limitácií

jednotlivých metód ohodnotenia podnikov a zdôraznila potrebu ich uvážlivého použitia v závislosti od konkrétnych podmienok a cieľov ocenenia. Naším hlavným prínosom bola komplexná analýza praktického využitia rôznych oceňovacích metód na konkrétnom príklade a identifikácia ich vhodnosti pre rôzne typy podnikov s dôrazom na to, že nie všetky metódy sú vhodné pre každý predmet ohodnotenia.

## Zoznam použitej literatúry

### Knižné zdroje:

1. JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku : Ako rýchlo a ľahko ohodnotiť podnik*. 1. vyd. Bratislava : Kartprint, 2005. 280 s. [citované 9. 2. 2025]. ISBN 80-88870-48-8
2. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. vyd. Hoboken : John Wiley & Sons, 2012. 949 s. [citované 9. 2. 2025] ISBN 978-1-118-01152-2.
3. KUBICA, Milan a kol. *Znalectvo*. 2. vyd. Bratislava : Wolters Kluwer, 2017. 332 s. [citované 9. 2. 2025]. ISBN 978-80-7552-4997

### Internetové zdroje:

1. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty* [elektronický zdroj]. 1.vyd. Praha : Grada Publishing a.s., 2009. 264 s. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-247-2865-0. Dostupné na:  
[https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=HB69\\_0dVjDEC](https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=HB69_0dVjDEC)
2. FERNÁNDEZ, Pablo. *Company valuation methods. The most common errors in valuations* [elektronický zdroj]. Španielsko: IESE Business School, 2007. 27 s. [citované 11.12.2024]. IESE Working Paper No.449. Dostupné na:  
[https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/36234952/COMMON\\_ERRORS\\_IN\\_VALUATION-libre.pdf](https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/36234952/COMMON_ERRORS_IN_VALUATION-libre.pdf)
3. SCHMIDLIN, Nicolas. *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis : A Value Investor's Guide with Real-life Case Studies* [elektronický zdroj]. Veľká Británia: John Wiley & sons, 2014. 266 s. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-111-8843-048 Dostupné na:  
[digitallibrary.loyolacollegekerala.edu.in:8080/jspu0Valuation%20and%20Financial%20Statement%20Analysis\\_%20A%20Value%20Investor\\_s%20Guide%20with%20Real-life%20Case%20Studies.pdf](http://digitallibrary.loyolacollegekerala.edu.in:8080/jspu0Valuation%20and%20Financial%20Statement%20Analysis_%20A%20Value%20Investor_s%20Guide%20with%20Real-life%20Case%20Studies.pdf)
4. KOLLER, Tim – GOEDHART, Marc – WESSELS, David. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition* [elektronický zdroj]. 5.vyd. New Jersey : John Wiley & Sons, 2010. 864 s. [citované 10.12.2024]. ISBN 978-0-470-42470-4. Dostupné na:  
<https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=XZ8JcBgItoC&oi>
5. KISS, Anita. Implementation Of Corporate Valuation Techniques In Practice. In *University of Oradea : Annals of Faculty of Economics* [online]. 1.vyd. Oradea : Oradea University Press, 2015. 1366 s. [citované 10.12.2024]. ISSN 1582-5450. Dostupné na: <https://anale.steconomieuoradea.ro/volume/2015/n1/095.pdf>

6. MICIUŁA, Ireneusz. Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości. In *Acta Universitatis Lodzianensis: Folia Oeconomica* [online]. 2.vyd. Lodz : Lodz University Press, 2014. 327 s. [citované 15.12.2024] ISSN 0208-6018. Dostupné na:  
<https://czasopisma.uni.lodz.pl/foe/article/view/126/53>
7. MICIUŁA, Ireneusz - KADŁUBEK, Marta - STEPIEŃ, Paweł. Modern Methods of Business Valuation—Case Study and New Concepts. In *Sustainability* [online]. 7.vyd. Basel : MDPI, 2020, 2699 s. [citované 16.12.2024]. ISSN 2071-1050. Dostupné na: <https://www.mdpi.com/2071-1050/12/7/2699>
8. PARKER, David. *International Valuation Standards : A Guide to the Valuation of Real Property Assets* [elektronický zdroj]. 1.vyd. London : John Wiley & Sons, 2016, 272 s. [citované 17.12.2024]. ISBN 978-111-8329-795. Dostupné na: <https://books.google.sk/books?hl=sk&lr=&id=zqs7CwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA15&dq>
9. KISLINGEROVÁ, Eva. Hodnota podniku, její měření a řízení. In *Acta Oeconomica Pragensia* [online]. 4.vyd. Praha : Prague University of Economics and Business, 2005, 166 s. [citované 17.12.2024]. ISSN 0572-3043. Dostupné na: <https://aop.vse.cz/pdfs/aop/2005/04/01.pdf>
10. DAMODARAN, Aswath. *The Dark Side of Valuation: A Jedi Guide to Valuing Difficult-to-value Companies* [elektronický zdroj]. New York University, Stern School of Business. 2012, 87 s. [citované 11.02.2025]. Dostupné na: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/darkside2012full.pdf>
11. FINANČNÝ KOMPAS. *Vývoj inflácie : január 2010 – január 2025* [elektronický zdroj]. 2025. [citované 11.03.2025]. Dostupné na: <https://www.financnykompas.sk/grafy/vyvoj-inflacie>
12. DATACUBE. *Hrubý domáci produkt na obyvateľa : 1995-2024* [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2024. [citované 11.03.2025]. Dostupné na: [https://datacube.statistics.sk/?fbclid=IwAR0XWfKW07C3\\_MUuGIDQBNkt7spHHQqVZz8bOyIkev5d7NZFOVXNf3Z\\_ZZo#!/view/sk/VBD\\_SLOVSTAT/nu2028qs/](https://datacube.statistics.sk/?fbclid=IwAR0XWfKW07C3_MUuGIDQBNkt7spHHQqVZz8bOyIkev5d7NZFOVXNf3Z_ZZo#!/view/sk/VBD_SLOVSTAT/nu2028qs/)
13. FINANČNÝ KOMPAS. *Graf vývoja nezamestnanosti : január 2012 – január 2025* [elektronický zdroj]. 2025. [citované 13.03.2025]. Dostupné na: <https://www.financnykompas.sk/grafy/vyvoj-nezamestnanosti>
14. FINANČNÝ KOMPAS. *Vývoj priemernej mzdy : január 2009 – január 2024* [elektronický zdroj]. 2024. [citované 13.03.2025]. Dostupné na: <https://www.financnykompas.sk/grafy/vyvoj-priemernej-mzdy>

15. DATACUBE. *Indexy cien priemyselných výrobcov podľa sekcií a subsekcii SK NACE Rev. 2 - spolu – mesačne : 2018 -2025* [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2025. [citované 18.03.2025]. Dostupné na:  
[https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd\\_sk\\_win2/sp1835ms/v\\_sp1835ms\\_00\\_00\\_00\\_sk](https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd_sk_win2/sp1835ms/v_sp1835ms_00_00_00_sk)
  
16. DATACUBE. *Indexy cien priemyselných výrobcov podľa SK NACE Rev. 2 - vývoz - mesačne : 2015 -2023* [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2023. [citované 18.03.2025]. Dostupné na:  
[https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd\\_sk\\_win2/sp1821ms/v\\_sp1821ms\\_00\\_00\\_00\\_sk](https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/vbd_sk_win2/sp1821ms/v_sp1821ms_00_00_00_sk)
  
17. DATACUBE. *Tržby za vlastné výkony a tovar podľa SK NACE Rev. 2 (do roku 2023) : 2008 -2023*. [elektronický zdroj]. Štatistický úrad Slovenskej republiky. 2023. [citované 18.03.2025]. Dostupné na:  
[https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/VBD\\_INTERN/pm0001ms/v\\_pm0001ms\\_00\\_00\\_00\\_sk](https://datacube.statistics.sk/#!/view/sk/VBD_INTERN/pm0001ms/v_pm0001ms_00_00_00_sk)