

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE**  
**NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

Evidenčné číslo: 101006/I/2019/36093656568837636

**STANOVENIE HODNOTY PODNIKU S VYUŽITÍM**  
**PRINCÍPU GOING CONCERN**

Diplomová práca

**2019**

**Bc. Dávid Veselovský**

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE**  
**NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

**STANOVENIE HODNOTY PODNIKU S VYUŽITÍM**  
**PRINCÍPU GOING CONCERN**

Diplomová práca

|                                 |                                       |
|---------------------------------|---------------------------------------|
| <b>Študijný program:</b>        | Financie                              |
| <b>Študijný odbor:</b>          | Financie, bankovníctvo a investovanie |
| <b>Školiace pracovisko:</b>     | Katedra financií                      |
| <b>Vedúci záverečnej práce:</b> | Ing. Alena Bašová, PhD.               |

**Bratislava 2019**

**Bc. Dávid Veselovský**



## **Čestné vyhlásenie**

**Čestne vyhlasujem, že som diplomovú prácu „Stanovenie hodnoty podniku s využitím princípu going concern“ vypracoval samostatne a uviedol som všetku použitú literatúru.**

**Dátum:**

.....

Bc. Dávid Veselovský

## **POĎAKOVANIE**

**Na tomto mieste by som sa rád poďakoval vedúcej mojej záverečnej práce Ing. Alene Bašovej, PhD., za jej všestrannú pomoc, cenné rady, podnety a v neposlednom rade za ochotu a čas, ktorý mi venovala.**

## ABSTRAKT

VESELOVSKÝ Dávid, *Stanovenie hodnoty podniku s využitím princípu going concern* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta, Katedra financií. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Alena Bašová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2019, 60 strán

Cieľom tejto diplomovej práce je stanoviť hodnotu podniku s využitím princípu going concern prostredníctvom podnikateľskej metódy. Práca je rozdelená do troch kapitol. Obsahuje 3 schémy, 15 tabuliek a 2 obrázky. V prvej kapitole diplomovej práce sa budeme venovať základným pojmom k ohodnocovaniu podniku. V krátkosti opíšeme aj historický prehľad metód oceňovania a medzinárodné štandardy používané v znalectve. Priblížime vo všeobecnosti postupy a metódy pri oceňovaní podnikov a potrebné zdroje údajov. Na záver tejto časti sa už budeme venovať konkrétnym metódam ohodnocovania podnikov. Opíšeme dôvody oceňovania, a v neposlednom rade samotné metódy. V ďalšej časti vymedzíme ciele a metódy použité v práci. V praktickej časti (tretej kapitole) aplikujeme podnikateľskú metódu stanovenia hodnoty podniku na konkrétnu spoločnosť. Následne priblížime dodané finančné výkazy a tie využijeme pri finančnej analýze. Zanalyzujeme aj makroekonomické prostredie v ktorom spoločnosť pôsobí. Následne môžeme pristúpiť k samotnému stanoveniu hodnoty spoločnosti. Najprv stanovíme hodnotu odčerpateľných zdrojov a z nich vypočítame pokračujúcu hodnotu. Výslednú hodnotu získame ako súčet týchto dvoch hodnôt.

### **Kľúčové slová:**

hodnota podniku, princíp going concern, podnikateľská metóda.

## ABSTRACT

VESELOVSKÝ Dávid, *Determining the value of an enterprise by using the principle of going concern*. University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy, Department of finance. – Advisor: Ing. Alena Bašová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2019, 60 p.

The aim of this thesis is to determine the value of the company using the principle of going concern through the business method. The work is divided into three chapters. Includes 3 schemes, 15 tables and 2 images. In the first chapter of the thesis, we will focus on the basic concepts of business valuation. In short, we will also describe the historical review of valuation methods and international standards used in expertise. In general, we will review business valuation practices and methods and the necessary data sources. At the end of this section, we will address specific business valuation methods. We will describe the reasons for the valuation, and the methods themselves. In the next section we will define the goals and methods used in the work. In the practical part (the third chapter) we apply the business method of determining the value of a company to a particular company. Then we will bring the financial statements delivered and use them in the financial analysis. We will also analyze the macroeconomic environment in which the company operates. Consequently, we can proceed to the determination of the value of the company itself. First, we determine the value of the drawable resources and calculate the continuing value. The resulting value is obtained as the sum of these two values.

### **Key words:**

enterprise value, going concern principle, business method.

# OBSAH

|                                                                                                  |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Úvod.....</b>                                                                                 | <b>8</b>  |
| <b>1      Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....</b>                         | <b>9</b>  |
| 1.1    Teoretické východiská oceňovania podniku .....                                            | 9         |
| 1.2    Historický prehľad metód oceňovania .....                                                 | 13        |
| 1.3    Medzinárodné štandardy .....                                                              | 14        |
| 1.4    Postupy pri oceňovaní podniku .....                                                       | 14        |
| 1.5    Ohodnocovanie podnikov na Slovensku .....                                                 | 19        |
| 1.6    Metódy ohodnocovania podniku .....                                                        | 20        |
| 1.6.1   Majetkové metódy .....                                                                   | 21        |
| 1.6.2   Výnosové metódy .....                                                                    | 23        |
| 1.6.3   Trhové (porovnávacie) metódy .....                                                       | 28        |
| 1.6.4   Kombinované metódy .....                                                                 | 29        |
| <b>2      Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania.....</b>                                  | <b>33</b> |
| <b>3      Výsledky práce a diskusia .....</b>                                                    | <b>35</b> |
| 3.1    Charakteristika vybraného podniku .....                                                   | 35        |
| 3.2    Údaje o majetkovej podstate a finančná analýza spoločnosti .....                          | 36        |
| 3.3    Makroekonomická analýza .....                                                             | 48        |
| 3.4    Stanovenie hodnoty podniku podnikateľskou metódou s využitím princípu going concern ..... | 50        |
| <b>Záver .....</b>                                                                               | <b>57</b> |
| <b>Zoznam použitej literatúry .....</b>                                                          | <b>58</b> |

## Úvod

V súčasnom globalizovanom svete získava na význame stanovovanie hodnoty podnikov. Často si to vyžaduje aj samotná legislatíva, napr. pri zmene právnej formy, fúziách, či zmene vlastníckych vzťahov. Na druhej strane je to však aj cenná informácia pre manažment podniku a jeho vlastníkov, keďže rast hodnoty podniku je jedným zo základných strategických cieľov. Naším hlavným cieľom bude stanovenie hodnoty podniku INTEME Slovakia, v.o.s. pre informatívne účely vedenia spoločnosti k dátumu 31.12.2018. Naša práca sa skladá z troch kapitol.

V prvej kapitole sa budeme venovať základným pojmom k ohodnocovaniu podniku (teoretickým východiskám). V krátkosti opíšeme aj historický prehľad metód oceňovania a medzinárodné štandardy používané v znelectve. Následne priblížime vo všeobecnosti postupy a metódy pri oceňovaní podnikov a potrebné zdroje údajov. Na záver teoretickej časti sa už budeme venovať konkrétnym metódam ohodnocovania podnikov. Opíšeme dôvody oceňovania, a v neposlednom rade samotné metódy – majetkové, výnosové, trhové (porovnávacie) a kombinované.

V druhej kapitole priblížime hlavný cieľ diplomovej práce spolu so súborom parciálnych cieľov. Ďalej opíšeme základné metódy a postupy využité pri písaní práce.

V poslednej (praktickej) kapitole sa venujeme stanoveniu všeobecnej hodnoty vybraného podniku aplikáciou podnikateľskej metódy s využitím princípu going concern. Pre tento účel sme si zvolili spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s., ktorú v úvode kapitoly stručne charakterizujeme. Následne priblížime dodané finančné výkazy a tie využijeme pri finančnej analýze - keďže sme sa rozhodli pre aplikáciu podnikateľskej metódy, musíme si overiť, či v budúcnosti spoločnosť má predpoklad dosahovania kladných odčerpateľných zdrojov. Na to využijeme Altmanovo Z-skóre, index bonity, ukazovatele likvidity, aktivity, zadlženosti a rentability. Zanalyzujeme aj makroekonomické prostredie v ktorom spoločnosť pôsobí – vývoj HDP, inflácie a nezamestnanosti. Následne môžeme pristúpiť k samotnému stanoveniu hodnoty spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s.. Najprv stanovíme hodnotu odčerpateľných zdrojov a z nich vypočítame pokračujúcu hodnotu. Výslednú hodnotu získame ako súčet týchto dvoch hodnôt.

# 1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

## 1.1 Teoretické východiská oceňovania podniku

„Hodnota podniku (business value) vyjadruje maximálne zhodnotenie (znehodnotenie) vkladov vlastníkov v peňažnom vyjadrení k určitému dátumu. Podnik vytvára hodnotu vtedy, keď dokáže priniesť vlastníkom vkladov (spoločníkom, akcionárom) vyššiu návratnosť, ako sú jeho náklady kapitálu, ktorý bolo potrebné do podniku investovať.“<sup>1</sup>

Hodnota podniku sa skladá z nasledovných hladín:

- hodnota BRUTTO – hodnota podniku ako celku či už pre vlastníkov, tak aj pre veriteľov,
- hodnota NETTO – hodnota stanovená na úrovni vlastníkov podniku. Vo všeobecnosti sa stanoví hodnota vlastného kapitálu a čistého obchodného majetku.

„Pri oceňovaní podniku je hlavnou úlohou určiť tzv. „objektívnu hodnotu podniku“. Je dôležité však upozorniť hneď v úvode, že niečo ako objektívna hodnota podniku neexistuje. S istotou je možné tvrdiť, že na majetok podniku boli vynaložené obstarávacie náklady, a teda odhadovať, koľko by daný majetok stál pri opätovnom obstaraní. Tiež je možné s veľkou presnosťou určiť, koľko doposiaľ podnik zarábala. Zásadné pre určenie hodnoty podniku je fakt, že ani jeho minulé náklady a výnosy nie sú smerodajné pre jeho súčasnú hodnotu“<sup>2</sup>.

Vo všeobecnosti teda platí, že hodnota podniku závisí na jeho budúcom úžitku, ktorý bude z neho plynúť. Nemusi ísť len o peňažný úžitok, ale aj o prínos, ktorý nemožno vyjadriť peňažne (napr. spoločenský status). Hodnota podniku je teda definovaná očakávanými budúcimi príjmami, či už na úrovni vlastníkov a veriteľov, diskontovanými na ich súčasnú hodnotu. Dôležitý je aj fakt, že vo väčšine prípadov sa uvažuje

---

<sup>1</sup> KNAPCOVÁ, Anna - KOŠÁBKOVÁ, Lucia. Konkurenčná schopnosť, hodnota pre zákazníka a tržová hodnota podniku. In *Znalectvo : v odboroch Stavebníctvo a Podnikové hospodárstvo*. ISSN 1335-809X, 2014, roč. 14, č. 1, s. 13.

<sup>2</sup> KOLLER, Tom et al. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5. vyd. Hoboken: N.J., 2016, 840 s. ISBN 978-047-0424-704.

s neobmedzenou životnosťou podniku – uplatňuje sa princíp tzv. going concern, čo je aj témou našej diplomovej práce.

Keďže cieľom ocenenia podniku je určenie hodnoty, na základe ktorej je možné vymeniť podnik za iný statok (najčastejšie peniaze), musíme určiť hodnotu (cenu), na základe ktorej bude táto výmena prebiehať. S pojmom cena sa môžeme v praxi stretnúť s množstvom prívlastkov<sup>3</sup>:

- obstarávacia cena = cena, za ktorú bol majetok zakúpený,
- trhovú cenu = cena, za ktorú prebehla transakcia (výmena),
- administratívna cena = cena stanovená podľa určitého predpisu,
- reprodukčná obstarávacia cena = vyjadruje úroveň nákladov spojených s obstaraním aktíva v daný okamžik nákupu bez odpočtu opotrebovania,
- obvyklá cena = cena, za ktorú je možné rovnaké alebo podobné aktívum zakúpiť v danom momente a v danom mieste.

Z vyššie uvedeného je teda zjavné, že pri stanovení hodnoty je dôležitá aj situácia, kedy sa podnik oceňuje. Výsledkom práce znalca pri oceňovaní je stanovenie jeho hodnoty, avšak tá nemusí byť neskôr totožná s cenou pri ktorej sa transakcia realizovala. Ide tak o akúsi základnú hodnotu pre následné vyjednávanie o cene, za ktorú prebehne transakcia<sup>4</sup>.

Hodnota podniku preto nie je často totožná s jeho cenou ako to býva pri iných statkoch. Výsledná cena je ovplyvnená celým radom ďalších faktorov, ktoré na ňu majú podstatný vplyv. Môže ísť napríklad o faktory psychologické, časovú tieseň, osobné vzťahy alebo o šikovnosť pri vyjednávaní.

Popri koncepte „going concern“ sa ešte zvykne využívať jeden faktor, a to „stand alone basis“. To v praxi znamená predpoklad, že podnik bude mať aj naďalej rovnaký predmet činnosti a bude v ňom pokračovať. Z toho vyplýva, že aktuálne riadenie podniku bude zachované a čo najefektívnejšie využívané.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> SABOLOVIČ, Milan. *Stanovení hodnoty podniku*. 2. vyd. Brno: Mendelova univerzita v Brne, 2013, 102 s. ISBN 978-80-7375-503-4.

<sup>4</sup> ROSS, Stephen – WESTERFIELD Randolph. *Fundamentals of corporate finance*. 9. vyd. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2013, 492 s. ISBN 978-007-3382-395.

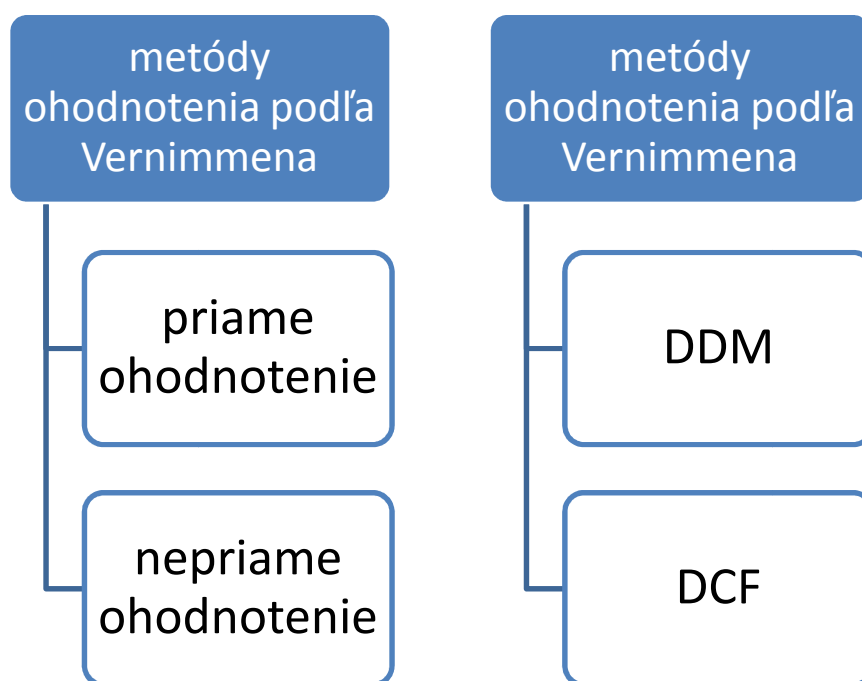
<sup>5</sup> BERK, Jonathan – DEMARZO Peter. *Corporate finance*. 3. vyd. Boston: Pearson, 2013, 1144 s. ISBN 978-013-2992-473.

Všeobecne existuje snaha oceniť podnik za účelom stanovenia hodnoty jeho akcií resp. všeobecnejšie povedané vlastného kapitálu. podľa Vernimmena<sup>6</sup> je tak možné rozlišovať dve ohodnocovacie metódy – priamu a nepriamu.

Pri priamej, ako už z názvu vyplýva, sa oceňuje vlastný kapitál podniku priamo ako celok. Pri použití nepriamej metódy sa ako prvý najprv ocení podnik ako celok, a následne sa odčíta hodnota čistého dlhu.

Ako ďalšie delenie Vernimmen uvádza dva pohľady ako podnik oceniť. A to na základe Dividendového diskontného modelu (Dividend Discount Model ďalej len DDM) alebo na základe modelu diskontovaného cash-flow (Discounted Cash Flow ďalej len DCF). Tieto prístupy sú založené na diskontovaní finančných tokov pomocou požadovanej miery návratnosti na ich súčasnú hodnotu a v nadväznosti na finančnú teóriu tak stanovenie ich vnútornej hodnoty.

Schéma č.1: Delenie metód ohodnotenia podľa Vernimmena



Zdroj: vlastné spracovanie podľa VERNIMMEN, Pierre – QUIRY, Pascal. *Corporate finance: theory and practice*. 4. vyd. Hoboken: Wiley, 2014. 923 s. ISBN 1118849337.

<sup>6</sup> VERNIMMEN, Pierre – QUIRY, Pascal. *Corporate finance: theory and practice*. 4. vyd. Hoboken: Wiley, 2014. 923 s. ISBN 1118849337.

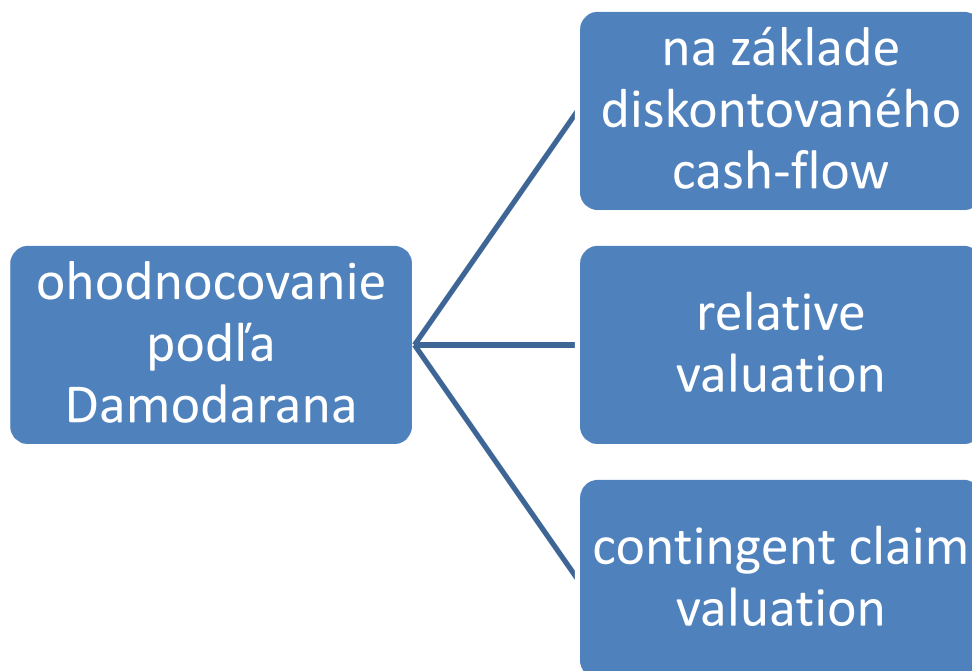
V súčasnej literatúre je však možné nájsť aj o niečo technickejší pohľad na vec, ktorý predkladá Damodaran<sup>7</sup>. Ten rozdeľuje metódy ohodnocovania na 3 spôsoby. Prvým je ohodnocovanie na základe diskontovaného cash-flow, ktorý spája hodnotu aktíva s jeho súčasnou hodnotou cash-flow, ktoré aktívum vygeneruje v budúcnosti.

Druhým spôsobom je tzv. relative valuation, kedy je hodnota aktív odhadovaná na základe porovnávania s hodnotou iných aktív (väčšinou podnikov) a ich vzťahu k účtovným veličinám ako napr. zisk, peňažný tok (cash-flow), účtovná hodnota alebo výška obratu.

Posledným, tretím spôsobom podľa Damodarana, je tzv. contingent claim valuation, ktorý pre ocenenie aktív využíva opčné modely. Táto metóda je založená na myšlienke, že niektoré aktíva (ako je podnik) nesú určité znaky, ktoré majú aj opcie.

Sám Damodaran však upozorňuje, že rôzne techniky stanovenia hodnoty prinášajú aj rôzne výsledky, a preto majú aj svoje negatíva, pozitíva, či obmedzenia.

Schéma č.2: Spôsoby ohodnocovania podľa Damodarana



Zdroj: vlastné spracovanie podľa DAMODARAN, Aswath. *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. 1. vyd. New York: Columbia University Press, 2017, 296 s. 978-0231180481.

<sup>7</sup> DAMODARAN, Aswath. *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. 1. vyd. New York: Columbia University Press, 2017, 296 s. ISBN 978-0231180481.

## 1.2 Historický prehľad metód oceňovania

Pri oceňovaní pomocou jednotlivých variant výnosových metód je hodnota aktív určená súčasnou hodnotou budúcich výnosov. Samotný prepočet budúcej hodnoty na súčasnú sa realizuje s pomocou kalkulovanej úrokovej miery, ktorá nám vyjadruje náklady na kapitál a rizikovosť budúcich výnosov a taktiež aj cash-flow.

Základy použitia súčasnej hodnoty ako jednej z metód oceňovania siahajú až do začiatkov 20. storočia. Za hlavných predstaviteľov v neoklasickej ekonómii môžeme považovať Alfreda Marshalla (cambridgská škola) a Eugena von Böhm-Bawerka (rakúska škola). Modernejšie princípy oceňovania vychádzajú z diel amerického marginalistu a rovnako aj spoluzakladateľa modernej ekonómie Irvinga Fischera (*The Rate of Interest*, 1907, *The Theory of Interest*, 1930). V týchto dielach predstavil štyri alternatívne prístupy, ktoré sú vhodné pre analýzu investícií, ktoré súčasne viedli k rovnakým výsledkom. Princíp bol vždy založený na porovnávaní dvoch investícií.

Preferovaný variant bol charakterizovaný nasledovnými znakmi<sup>8</sup>:

- vyššia súčasná hodnota pri rovnakej trhovej sadzbe,
- najvyšší rozdiel súčasnej hodnoty prínosov nad súčasnou hodnotou nákladov,
- najvyšší rozdiel miery návratnosti nad trhovou úrokovou mierou,
- pri porovnaní s ďalšou najviac nákladnou investíciou by výnosy presahujúce mieru návratnosti mali presiahnuť aj trhovú úrokovú mieru.

Tieto základné predpoklady hodnotenia efektívnosti investícií dodnes predstavujú základné kritériá investičného rozhodovania. Prvé dva body predstavujú princíp čistej súčasnej hodnoty, tretí bod vnútorné výnosové percento (*Internal Rate of Return* – ďalej len IRR). Posledný bod predstavuje mieru návratnosti.<sup>9</sup>

Neskôr, v roku 1939 podľa významného ekonóma J. M. Keynesa, bola hraničná efektívnosť kapitálu vypočítaná ako diskontná miera, ktorá súčasnú hodnotu rentability aktív (*Return of Assets* – ďalej len ROA) vyrovnáva so súčasnou hodnotou.

V 50. rokoch 20. storočia sa začali používať hlavne modely založené na cash-flow s použitím na akciové trhy a samozrejme aj oceňovanie podnikov.

---

<sup>8</sup> SABOLOVIČ, Milan. *Stanovení hodnoty podniku*. 2. vyd. Brno: Mendelova univerzita v Brne, 2013, 102 s. ISBN 978–80–7375–503–4.

<sup>9</sup> KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 3. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2015, 264 s. ISBN 9788024728650.

V súčasnosti sa podľa Medzinárodných oceňovacích štandardov (International Valuation Standard – ďalej len IVS) za základnú oceňovaciu metódu považuje metóda Diskontovaného cash-flow (Discounted Cash Flow – ďalej len DCF).

### **1.3 Medzinárodné štandardy**

Ak sa rozhlíadneme v literatúre po koncepčných rámcoch oceňovania, narazíme na medzinárodné oceňovacie štandardy – International Valuation Standards (ďalej len IVS). Sú definované Medzinárodným výborom pre štandardy oceňovania aktív, ktorý bol založený v roku 1981.

Podnetom pre tvorbu medzinárodných štandardov boli<sup>10</sup>:

- formulácia a publikácia štandardov pre oceňovanie aktív vo verejnom záujme a podporovať ich celosvetovej akceptácie,
- harmonizácia štandardov medzi jednotlivými krajinami a identifikácia rozdielov vo výkazoch.

Hlavným dôvodom pre oceňovanie podľa IVS sú predovšetkým najmä oceňovania podľa finančných výkazov, oceňovanie nehmotného majetku (záložné práva pri pôžičkách a hypotékach), transakcie pri zmene vlastníka podniku alebo v prípade sporov pri daniach.

Preto boli zadefinované tri základné ciele<sup>11</sup>:

- uľahčiť cezhraničné transakcie a zvýšiť transparentnosť vo finančnom výkazníctve,
- poslúžiť ako profesionálne základ pre znalcov po celom svete a umožniť im reagovať na najnovšie potreby v oblasti oceňovania,
- poskytnúť štandardy pre oceňovanie zodpovedajúce potrebám rozvíjajúcich sa krajín.

### **1.4 Postup pri oceňovaní podniku**

Tak ako všetky procesy v živote, aj samotné stanovenie hodnoty podniku má svoj postup. Základný odporúčaný postup pri procese ohodnocovania podniku je podľa Maříka (2018, s.45) nasledovný<sup>12</sup>:

---

<sup>10</sup> International Valuation Standards. [cit. 2019-03-03]. Dostupné na: <https://www.ivsc.org/about>

<sup>11</sup> International Valuation Standards. [cit. 2019-03-03]. Dostupné na: <https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>

- a) Zber základných vstupných údajov,
- b) Analýza zozbieraných údajov,
- c) Spracovanie finančnej analýzy a zostavenie finančného plánu,
- d) Ohodnotenie.

Na plnohodnotné ocenenie podniku je nutné využiť vhodné vstupné údaje. Podľa Maříka (2018, s.46) ide o tieto vstupné informácie:

- základné identifikačné údaje o podniku – názov, právna forma, IČO, oblasť podnikania, spoločníci, história podniku,
- ekonomické dáta – účtovné výkazy za minulé obdobia, výročné správy, audity (ak boli vytvorené),
- oblasť podnikania – vymedzenie trhu, jeho veľkosť a predpoklad budúceho vývoja, segmentácia trhu a faktory, ktoré ho ovplyvňujú,
- konkurenčná štruktúra – hlavní konkurenti a údaje o nich; informácie o substitútoch produktov ohodnocovaného podniku,
- marketing a odbyť – informácie o odberoch výrobkov z pohľadu rôznych štruktúr – napr. času alebo kategórií produktov a následné porovnanie s konkurenciou; taktiež dáta o odbytových cestách s prepojením na marketing (reklamu) – porovnanie nákladov na reklamu,
- dodávatelia a výroba – dozor nad kvalitou produkcie – certifikáty kvality; úroveň technológie, jej kapacita a využitie; plánované investície do technológie a dlhodobého majetku; štruktúra dodávateľov a miera závislosti na ich dodávkach,
- zamestnanci – hierarchická štruktúra zamestnancov; nároky a plány na prípadný rast ich kvalifikácie; spokojnosť so zamestnaním a s tým spojená fluktuácia; personálne náklady.

Po zozbieraní údajov nasleduje ich analýza. Podľa Maříka (2018, s.48) je najdôležitejšou funkciou analýzy zozbieraných údajov práve vymedzenie výnosového potenciálu daného podniku. Ten je závislý na vonkajšom a vnútornom potenciáli podniku. Vonkajší potenciál si možno predstaviť ako všetky príležitosti a riziká, ktoré je možno dosiahnuť v danom podnikateľskom prostredí. Vnútorný potenciál predstavuje schopnosť podniku využiť tieto príležitosti vonkajšieho prostredia vo svoj prospech a zároveň sa

---

<sup>12</sup> MAŘIK, Miloš. *Metódy oceňování podniku*. 4. vyd. Praha: EKOPRESS, 2018, 550 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

brániť pred možnými rizikami. Teda celkovou analýzou dokážeme zistiť silné a slabé stránky podniku s dôrazom na otázku, **či podnik disponuje zásadnou konkurenčnou výhodou.**

Ďalším krokom je rozdelenie majetku (aktív) na prevádzkovo potrebný a nepotrebný. Analogicky s týmto rozdelením by mali byť rozdelené aj náklady a výnosy spojené s týmito aktívami. Po rozdelení aktív je nutné ohodnotiť prevádzkové a neprevádzkové aktíva zvlášť. Najčastejšie neprevádzkové položky aktív sú krátkodobý a dlhodobý finančný majetok. Teda peniaze, účty v bankách, cenné papiere, podiely a pod. Celková zistená hodnota týchto neprevádzkových aktív sa na záver pripočíta k hodnote prevádzkovej časti podniku. Následne pristúpime k finančnej analýze.

Finančnú analýzu Šlosárová (2012, s.276) definuje ako analýzu akejkoľvek ekonomickej činnosti, kde hlavnú úlohu zohrávajú peniaze a čas. V rámci podniku táto analýza predstavuje pohľad na jeho finančnú situáciu.

Pri ohodnocovaní podniku by mala finančná analýza plniť 2 základné funkcie:

1. Preverenie finančného zdravia podniku,
2. Ako základ pre finančný plán, na základe ktorého je neskôr odvodzovaná výnosová hodnota (Mařík, 2018, s. 82).

Finančný plán je zostavovaný znalcom v prípade, ak je vybraná niektorá z výnosových metód. Zostavený by mal byť podľa Maříka (2018, s.130) z týchto údajov:

- výkaz ziskov a strát,
- výkaz peňažných tokov (cash-flow),
- súvaha.

Pre zostavenie komplexnej finančnej analýzy je potrebné jednotlivé výkazy doplniť aj o strategické plány do budúcnosti. Ide napr. o prípadný plán odpredaja majetku, výplaty podielov a dividend, resp. vyplatenie podielov na zisku spoločníkov<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> HITCHNER, Jonathan. *Financial Valuation: Applications and Models*. 3. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011, 122 s. ISBN 978-0470506875.

Pri ohodnocovaní podniku je dôležité, aby bol znalec oboznámený o fungovaní podniku. Máme teda na mysli, že „ohodnotenie podniku musí byť založené na znalostiach, ktoré sa nedajú získať bez fundamentálnej analýzy, tzn. rozborov, založených na rozsiahlych znalostiach vzájomných súvislostí medzi ekonomickými i mimoekonomickými javmi, na skúsenosti odborníkov a na ich subjektívnych odhadoch i na cite pre situácie a trendy<sup>14</sup>“.

Najdôležitejším zdrojom potrebným na stanovenie hodnoty podniku je **účtovná závierka**. Jej úlohou „je poskytovať informácie o finančnej situácii, výnosnosti a zmenách vo finančnej situácii podniku, ktoré sú užitočné pre široký okruh používateľov týchto informácií pri ich ekonomickom rozhodovaní.“<sup>15</sup>

V zmysle zákona je každý podnik povinný účtovať, a to buď v sústave jednoduchého účtovníctva alebo podvojného účtovníctva. Na základe toho rozlišujeme dva druhy účtovnej závierky:

- účtovnú závierku v sústave jednoduchého účtovníctva,
- účtovnú závierku v sústave podvojného účtovníctva,

Účtovná závierka v sústave **jednoduchého účtovníctva** sa skladá z dvoch výkazov – výkaz o majetku a záväzkoch a výkaz o príjmoch a výdavkoch. Prvý z výkazov nám poskytuje informácie o jednotlivých druhoch majetku a o zdrojoch ich financovania. Druhý z výkazov, nám poskytuje informácie o výsledkoch podnikového transformačného procesu. Eviduje príjmy a výdavky a výsledok hospodárenia je určený ako ich rozdiel.

Na účtovanie sa používajú nasledovné knihy: peňažný denník, kniha pohľadávok, kniha záväzkov a pomocné knihy (ak je ich vedenie potrebné na preukázanie a vykazovanie účtovníctva v účtovnej závierke).

Účtovná závierka v sústave **podvojného účtovníctva** sa skladá z troch výkazov – súvahy, výkazu ziskov a strát a poznámok.

Pre tento druh účtovníctva sú charakteristické podvojné zápisy, teda každý účtovný prípad sa zaúčtuje minimálne na dvoch účtoch. Na ľavej strane (má dať) a na pravej strane

---

<sup>14</sup> JAKUBEC, Milan – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. 3. vyd. Bratislava: Kartprint, 2016. 284 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

<sup>15</sup> SOUKUPOVÁ, Barbora – ŠLOSÁROVÁ, Anna – BAŠTINCOVÁ, Anna. *Účtovníctvo*. 2. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2004. 638 s. ISBN 80-8078-020-X.

(dal). Účty, na ktorých sa účtuje rovnaké účtovné prípady, sa označujú ako súvzťažné účty a zápisy o účtovných prípadoch na oboch stranách najmenej dvoch účtov sú označované ako súvzťažné zápisy.

„Súvaha uvádza jednotlivé položky aktív a pasív, zachytáva stav majetku podniku a zdroje jeho krytia k zvolenému časového okamihu, väčšinou k poslednému dňu účtovného obdobia, v peňažnom vyjadrení“<sup>16</sup>. Skladá sa z dvoch častí – aktív a pasív. Aktíva predstavujú majetok v členení na neobežný, obežný a časové rozlíšenie. Pasíva predstavujú finančné zdroje, ktoré delíme na vlastné imanie, záväzky a časové rozlíšenie. Platí, že suma aktív sa musí rovnať sume pasív.

Druhým výkazom v sústave podvojného účtovníctva je výkaz ziskov a strát. „Predstavuje syntetický účtovný výkaz, ktorý vyjadruje objem firemných výnosov, nákladov, rozdielom ktorých vznikne hospodársky výsledok.“<sup>17</sup> Náklady a výnosy vznikajú dodaním tovaru resp. služby bez ohľadu na samotnú úhradu. Tým sa najmä odlišuje jednoduché a podvojnú účtovníctvo. Samotné náklady a výnosy delíme na hospodárske, finančné a mimoriadne. Na základe toho aj čiastkové výsledky hospodárenia vieme rozdeliť na výsledok hospodárenia z finančnej činnosti, resp. hospodárskej a mimoriadnej.

Ďalším výkazom je výkaz Cash Flow (peňažný tok), ktorý vyjadruje hotovostné toky firmy za konkrétne obdobie (najčastejšie rok). Možno si ho predstaviť ako výpis z banky, z ktorého sú zreteľné vklady (príjmy) a výbery (výdavky).

Posledným výkazom v sústave podvojného účtovníctva sú poznámky k účtovnej závierke.

Špecifikom podvojného účtovníctva je nutné uplatňovanie **akruálneho princípu** – na základe ktorého „sa o nákladoch a výnosoch účtuje do obdobia, s ktorým vecne a časovo súvisia a nie do obdobia, v ktorom sa prejavujú ako príjmy, či výdavky.“<sup>18</sup>

Tieto tri vyššie spomínané výkazy spolu tvoria tzv. **trojbilančný systém**. Každý z výkazov poskytuje znalcovi/analytikovi určité informácie a má tak špecifickú úlohu.

---

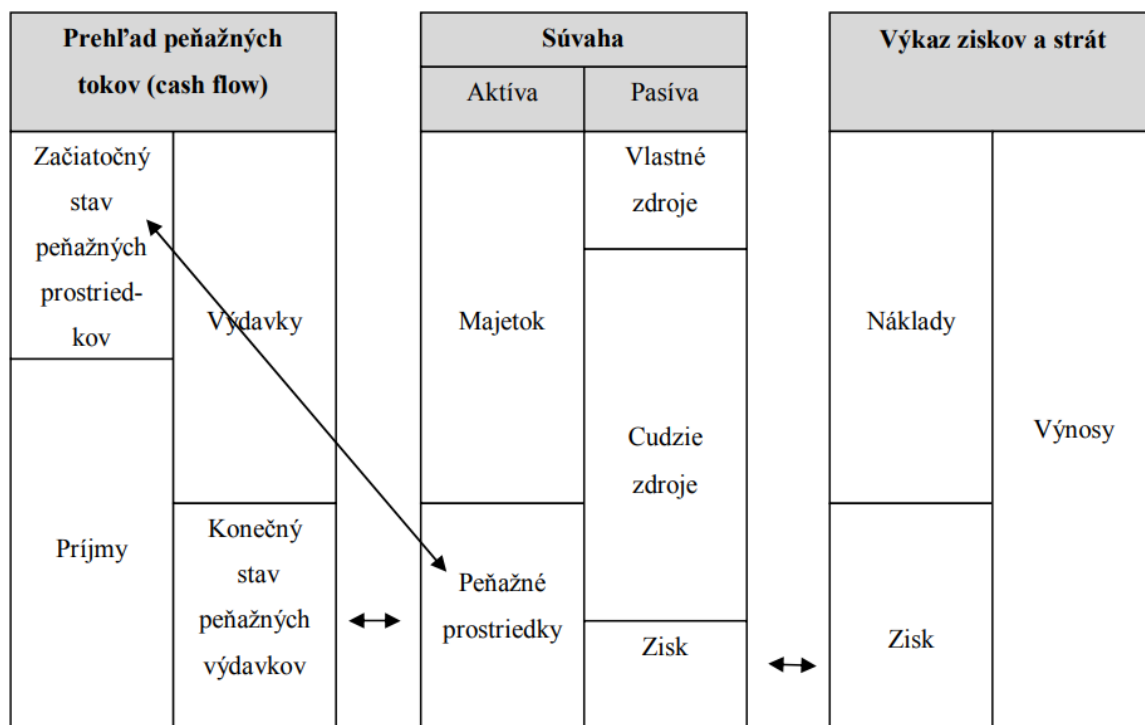
<sup>16</sup> GRUNWALD, Richard – HOLEČKOVÁ, Jana. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2017. 318 s. ISBN 978- 80-86929-26-2.

<sup>17</sup> JANOK, Milan. *Ukazovatele finančnej analýzy podniku*. 3. vyd. Bratislava: MIKA Konzult, 2012. 110 s. ISBN 80-967295-8-6.

<sup>18</sup> ZALAI, Karol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2014. 482 s. ISBN 978-80-89393-15-2.

Spojením týchto informácií získava znalec (analytik) „trojrozmerný obraz“ pri posudzovaní danej spoločnosti. Na obrázku č.1 nižšie je prehľadne znázornený.

Obrázok č.1: Trojbilančný systém



Zdroj: ZALAI, Karol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2014. s.65. ISBN 978-80-89393-15-2.

## 1.5 Ohodnocovanie podnikov na Slovensku

Znaleckú činnosť môžu vykonávať znalci, ktorí sú zapísaní v zozname znalcov vedenom Ministerstvom spravodlivosti SR. Samozrejmosťou je postupovanie v zmysle platnej znaleckej legislatívy. Ohodnocovanie majetku podnikov upravuje vyhláška o stanovení všeobecnej hodnoty majetku (605/2008 Z. z.), ktorá upravuje konkrétny spôsob a metódy stanovenia hodnoty majetku.

Výsledná všeobecná hodnota určená znaleckým odhadom je najpravdepodobnejšia cena hodnoteného majetku ku určitému dňu ohodnotenia. Pri poctivom predaji na trhu, by mal podnik zinkasovať predmetnú sumu. Samozrejme pri dodržaní podmienky patričnej miery informovanosti i opatrnosti a s predpokladom, že cena nie je ovplyvnená neprimeraným úmyslom. V zmysle vyhlášky môžu znalci využiť metódy opísané v podkapitole 1.6.

Stanovenie hodnoty podniku patrí medzi jeden z manažérskych nástrojov, ktorým môžeme upravovať resp. zrealizovať finančný obraz o podniku a tak zlepšovať riadenie jednotlivých štruktúr. Samotné dôvody však môžu byť rôznorodé a vieme ich deliť podľa toho, či súvisia so zmenou vlastníctva podniku.

Dôvody súvisiace so zmenou vlastníctva podniku<sup>19</sup>:

- kúpa alebo predaj podniku,
- fúzia podniku,
- rozdelenie podniku,
- prevzatie podniku,
- nepeňažný vklad do podniku (mení sa vlastníctvo vkladaného majetku).

Dôvody, pri ktorých nedochádza k zmenám vlastníctva:

- zmena právnej formy podniku,
- ohodnotenie v súvislosti s čerpaním úveru,
- ohodnotenie z dôvodu sanácie podniku,
- príprava na vstup podniku na burzový trh.

## 1.6 Metódy ohodnocovania podniku

V tejto časti našej diplomovej práce bližšie charakterizujeme jednotlivé metódy ohodnocovania podnikov. Niektoré z nich sa využívajú najmä v zahraničí, keďže v našich podmienkach nenachádzajú dostatočné uplatnenie.

V praxi sa k stanoveniu hodnoty podniku využívajú rôzne metódy. Sú však často veľmi príbuzné a odlišujú sa len v detailoch. K stanoveniu hodnoty sa využívajú nasledovné princípy<sup>20</sup>:

- majetkový – tieto metódy sú postavené na určení súčasnej, trhovej alebo likvidačnej hodnoty majetku,
- výnosový – ak sa využívajú tieto metódy, tak hodnota podniku závisí od budúcich výnosov, voľného a diskontovaného cash-flow a podobne,

---

<sup>19</sup> JAKUBEC, Milan – KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. 3. vyd. Bratislava: Kartprint, 2016. 284 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

<sup>20</sup> RISIUS, John. *Business valuation*. 3. vyd. Dallas : American Bar Association, 2015. 256 s. ISBN 978-1590317464.

- trhový (porovnávací) – hodnota podniku je stanovená trhovými multiplikátormi alebo hodnotou porovnateľných podnikov, či hodnotou posledného odpredaja podniku v sektore,
- kombinovaný – využitím tejto metódy sa kombinujú výsledky výnosovej aj majetkovej metódy súčasne, a zároveň sa zohľadňuje vplyv váh príslušnej metódy.

Aj napriek tomu, že v praxi sa nie vždy využívajú všetky princípy, je odporúčané zohľadniť pri odhade hodnoty viacero z nich. V ideálnom prípade, by sa každou metódou zistila rovnaká hodnota, čo ale býva skôr ojedinelým prípadom.

### *1.6.1. Majetkové metódy*

Ako už z názvu vyplýva, pri využití týchto metód je nutné stanoviť hodnotu jednotlivých zložiek majetku podniku ale aj jeho záväzkov. Vo väčšine metód sa využíva predpoklad, že hodnota podniku sa rovná hodnote vlastného kapitálu podniku. Podľa využitia jednotlivých cien majetku, môžeme dostať tri rozdielne hodnoty podniku<sup>21</sup>:

- historické ceny (metóda účtovnej hodnoty),
- reprodukčné ceny (metóda substančnej hodnoty),
- likvidačné ceny (metóda likvidačnej hodnoty).

**Metóda účtovnej hodnoty** ako už z názvu vyplýva, vychádza z účtovníctva podniku. Keďže podľa platnej legislatívy je každý podnikateľský subjekt povinný viesť účtovníctvo a každoročne zostaviť účtovnú závierku – z nej je následne možnosť čerpať informácie o majetku, imaní, záväzkoch a pod.

Nevýhodou tejto metódy je najmä používanie historických cien pre položky majetku a následný značný rozdiel oproti reálnej cene majetku. Z tohto dôvodu sa v súčasnosti metóda účtovnej hodnoty využíva hlavne ako doplnková a pomocná metóda. Najväčšia výhoda tejto metódy spočíva v jednoduchosti zistenia a preukázateľnosti hodnôt. Nevýhodou je však menšia presnosť tejto metódy.

Účtovná hodnota sa vypočíta ako rozdiel účtovnej hodnoty aktív (majetku) a účtovnej hodnoty pasív (záväzkov). Nedostatkov tejto metódy je však viacero:

- nezohľadňuje využívanie už odpísaného majetku,

---

<sup>21</sup> JAKUBEC, Milan – KARDOŠ, Peter. *Ekonomické znanectvo*. 2. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2014. 248 s. ISBN 978- 80-8078-450-8.

- dlhodobý majetok je ohodnotený v historických cenách, ktoré nerešpektujú vývoj inflácie, technický progres a pod.,
- sú zanedbávané nepredajné zásoby, nedobytné pohľadávky a menej kvalitné cenné papiere.

**Metóda substančnej hodnoty** je jednou zo základných ohodnocovacích metód. Je veľmi obľúbená medzi investormi, keďže poskytuje pomerne presné a ľahko overiteľné výsledky.

Táto metóda vznikla ako reakcia na nedostatky metódy účtovnej hodnoty, a to používanie historických cien. Podstata metódy spočíva v aktívach, ktoré sú nazývané ako stále (fixné). Druhou zložkou je obežný majetok, u ktorého sa skúma, či sumy evidované v účtovníctve je možné premeniť na reálne likvidné prostriedky. Samozrejme kalkuluje sa aj s pasívami. V ich prípade ide hlavne o to, aby boli vyjadrené potenciálne záväzky, ktoré by potenciálne vznikli pri zmene majiteľa spoločnosti.

Metóda substančnej hodnoty teda v prvom kroku vychádza z účtovníctva spoločnosti<sup>22</sup>. Znalec jednotlivé časti majetku oceňuje z pohľadu **going concern**. Výsledná substančná hodnota znamená, koľko peňazí by musel investor zaplatiť, ak by chcel podobný podnik založiť znovu.

Výslednú hodnotu touto metódou vypočítame ako rozdiel medzi upravenou hodnotou majetku a upravenou hodnotou záväzkov, pri uplatnení reprodukčných obstarávacích cien, resp. prevodu na súčasnú hodnotu.

**Metóda likvidačnej hodnoty** sa používa k zisteniu hodnoty majetku podniku k určitému časovému okamžiku, kedy sa očakáva ukončenie činnosti podniku.

V praxi sa často stretávame s podnikmi, ktoré sú v ťažkostiach a stoja pred voľbou pokračovania v činnosti alebo radšej ukončiť podnikanie a zlikvidovať aktíva podniku. Likvidačná hodnota je súčet predajných cien jednotlivých aktív, ponížená o odmenu likvidátora. Aplikácia metódy likvidačnej hodnoty môže byť veľmi zaujímavou pre vlastníkov podniku v prípade, že je likvidačná hodnota vyššia, než hodnota stanovená výnosovou metódou, a zároveň je likvidačný zostatok kladný. V tomto prípade vlastníci dostanú viac peňazí, než keby podnik pokračoval aj naďalej v činnosti.

---

<sup>22</sup> MELLEN, Chris – EVANS Frank. *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. 3. vyd. New Jersey : John Wileys & Sons, 2013. 192 s. ISBN 978-0470604410.

Podstatné však je, či likvidácia podniku prebieha pod vonkajším tlakom (napr. veriteľov), alebo ide o dobrovoľnú likvidáciu na základe rozhodnutia vlastníkov. Je pravdepodobné, že pri likvidácii pod tlakom bude likvidačná hodnota nižšia, keďže veritelia sa budú dožadovať čo najrýchlejšieho uspokojenia svojich pohľadávok a kupujúci tento tlak môžu využiť vo svoj prospech.

Táto metóda má svoje opodstatnenie pri ohodnocovaní podnikov s obmedzenou dobou životnosti a taktiež aj pri stratových podnikoch. Rovnako sa dá použiť ako odhad spodnej hranice hodnoty podniku a rovnako aj ako prvok pre rozhodovanie o ozdravení podniku. Ak by bola výnosová hodnota vyššia ako likvidačná, odporúča sa pristúpiť k ozdraveniu podniku. Ak by nastal opačný prípad, je výhodnejšie podstúpiť likvidáciu podniku a zvyšné prostriedky investovať výhodnejšie.

### 1.6.2. Výnosové metódy

**Metóda kapitalizácie zisku** resp. čistých výnosov, je jednou z najčastejšie využívaných výnosových metód. Je založená na historickej výkonnosti podniku, a základná idea je, že hodnotu podniku je možné odvodiť od hodnoty trvale udržateľnej úrovne ziskov.

Teoretickým východiskom pre aplikáciu tejto metódy v praxi je predpoklad nekonečne dlhej doby fungovania podniku, a zároveň dôsledné sa oboznámenie s historickými výsledkami podniku. Musíme teda poznať základnú štruktúru finančného plánovania podniku, kde je zachytený historický vývoj a tiež aj predpokladané scenáre budúceho vývoja.

Prvotná úloha spočíva v podrobnej analýze výkazu ziskov a strát, kde je dôležité časové rozpätie aspoň 3 až 5 rokov (v závislosti od vykonávanej činnosti podniku). Z týchto údajov musí znalec vypočítať tzv. trvalo udržateľný zisk:

$$\text{Trvalo udržateľný zisk} = \frac{\sum_{i=1}^n z_i * q_i}{\sum q_i} \quad (1)$$

kde  $z_i$  je veľkosť zisku v období  $i$ ,  
 $q_i$  je váha v období  $i$ ,  
 $i$  je počet období. (Mařík, 2018, s. 102)

Nevýhodou tejto metódy je nutnosť dlhšej existencie podniku a taktiež nutnosť „očistiť“ údaje od sezónnych vplyvov a výkyvov. Presnosť odhadu je značne ovplyvnený správnosťou predpokladu očakávaného budúceho vývoja.

**Podnikateľská metóda** vrátane špecifikácii sa využíva iba v podmienkach Slovenskej republiky. Vo svete sa síce môžeme stretnúť s pojmom „business method“<sup>23</sup>, no postupy a výpočty sa nezhodujú s podnikateľskou metódou v legislatívnych podmienkach Slovenskej republiky. Touto metódou vieme ohodnotiť podnik s obmedzenou ale aj neobmedzenou životnosťou (samozrejme rozličným postupom výpočtu). Keďže túto metódu stanovenia hodnoty budeme využívať aj v praktickej časti našej diplomovej práce, priblížime si ju viac detailnejšie.

„Podnikateľskou metódou stanoví všeobecnú hodnotu podniku alebo jeho časti znalecká organizácia na základe kapitalizácie jeho odčerpateľných zdrojov za časové obdobie, v ktorom je podnik hodnotený.“<sup>24</sup>

Samotné odčerpateľné zdroje sú definované ako: „peňažné vyjadrenie úžitku vytváraného najmä z disponibilných ziskov, výnosov alebo zo salda peňažných tokov, ktoré sa dosiahne z činnosti podniku alebo jeho častí, alebo zo zložiek majetku podniku a ktorého výška závisí od minulého vývoja podniku, od jeho súčasného postavenia na trhu, ale predovšetkým od jeho predpokladaného vývoja“<sup>25</sup>. Teda všetky peňažné toky, ktoré generuje podnik (resp. má potenciál generovať), a zároveň je k dispozícii spoločníkom (akcionárom).

Na začiatok procesu ohodnotenia musí podnikateľ predložiť znaleckej spoločnosti podnikateľský plán, odkiaľ znalci zistia všetko o prevádzkovej a finančnej štruktúre podniku. Z týchto dát je pre nich najdôležitejší plán budúcej výnosnosti, ktorý musia overiť. Ďalej musia vykonať finančnú analýzu ex post a ex ante. Na úvod sa vykoná analýza ex post na základe minulej podnikateľskej činnosti podniku. Na základe týchto výsledkov zistia, či sa finančný plán spoločnosti vyvíja podľa predikcií. Ak sú zistené značné rozdiely, vykonáva sa aj analýza ex ante, ktorou sa získa budúci výhľad. Na základe tejto analýzy dokáže znalecká organizácia pripraviť nový finančný plán, ktorý bude smerodajný pri procese ohodnocovania. Tento proces je však možné aplikovať len

---

<sup>23</sup> PARKINSON, Adam. *Managerial Finance*. 2. vyd. New York: Routledge, 2014. 172 s. ISBN 978-1138426207

<sup>24</sup> HARUMOVÁ, Anna a kol. *Stanovenie hodnoty podniku*. 2. vyd. Bratislava: Iura Edition s.r.o., 2012. 499 s. ISBN 978-80-8078-224-5.

<sup>25</sup> JAKUBEC Milan, KARDOS Peter, KUBICA Milan. *Riadenie hodnoty podniku, ako rýchlo a ľahko ohodnotiť podnik*. 2.vyd. Bratislava: Kartprint, 2013. 280 s. ISBN 80-88870-48-8.

v prípade, že podnikateľ predložil všetky potrebné podklady a plne spolupracoval počas celej doby ohodnocovania.

Ako sme už na úvod spomínali, túto metódu je možné využiť pri obmedzenej ale aj neobmedzenej životnosti podniku. V praxi sa častejšie zvykne využívať variant s neobmedzenou životnosťou, pretože skoro vždy zvykneme pri podniku uvažovať o pokračovaní vo vykonávaní podnikateľskej činnosti. Presný postup výpočtu všeobecnej hodnoty je daný v *prílohe 1 vyhlášky č. 605/2008 Z. z.* Znalecká organizácia musí tento postup zo zákona dodržiavať.

Vzorec na výpočet hodnoty podniku pri neobmedzenej životnosti je vo vyhláške určený takto:

$$VŠH_p = H_{OZ} + H_T \quad [€], \quad (2)$$

kde

$VŠH_p$  – všeobecná hodnota podniku a častí podniku, ktorá je stanovená podnikateľskou metódou [€],

$H_{OZ}$  – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [€],

$H_T$  – trvalá hodnota [€].

Všeobecnú hodnotu odčerpateľných zdrojov vypočítame nasledovne:

$$H_{OZ} = \sum_{t=1}^n \frac{OZ_t}{(1+i)^t} \quad [€] \quad (3)$$

kde

$H_{OZ}$  – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [€],

$OZ_t$  – odčerpateľné zdroje počas hodnoteného obdobia [€],

$i$  – úroková miera v percentách, pričom do výpočtu sa dosadzuje v desatinnom tvare [%/100],

$n$  – dĺžka sledovaného obdobia [rok].

Úroková miera sa (na základe štandardov WACC<sup>26</sup>) stanoví takto:

$$i = (1 - DS) * N_{PK} * \frac{PK}{CK} + N_{VK} * \frac{VK}{CK} \quad (4)$$

$$CK = PK + VK, \quad [€] \quad (5)$$

kde  $i$  – je vypočítaná úroková miera v percentách zohľadňujúca mieru rizika, priemernú nákladovosť kapitálu a štruktúru využívaného kapitálu, pričom do výpočtu sa dosadzuje v desatinnom tvare [%/100],

$DS$  – sadzba dane z príjmu v percentách, stanovená podľa zákona o dani z príjmov pre ohodnocovaný podnik a do výpočtu sa dosadzuje v desatinnom tvare [%/100],

$N_{PK}$  – náklady spojené s využívaním požičaného kapitálu v percentách. Zahŕňa úrok a iné náklady platené veriteľom, ktoré sa do výpočtu dosadzujú v desatinnom tvare [%/100],

$PK$  – predstavuje objem požičaného kapitálu v eurách; skladá sa zo zložiek pasív, ktorými na účel výpočtu diskontnej sadzby sú: dlhodobé bankové úvery, bežné bankové úvery, finančné výpomoci, emitované dlhopisy, zmenky, lízing, platené nájom a iné záväzky [€],

$N_{VK}$  – náklady vlastného kapitálu v percentách, predstavujú podiel zisku, ktorý očakáva vlastník podniku za vklad vlastného kapitálu a do výpočtu sa dosadzujú v desatinnom tvare [%/100]. Na výpočet sa najčastejšie používa výpočet metódou  $R_{CAPM}$ ,

$VK$  – objem vlastného kapitálu v eurách. Skladá sa zo zložiek pasív, ktorými na účel výpočtu je vlastné imanie [€],

$CK$  – celkový kapitál (súčet vlastného kapitálu a požičaného kapitálu) [€].

Trvalá hodnota sa stanoví takto:

$$H_T = \frac{OZ_{n+1}}{i-g} * \frac{1}{(1+i)^{n+1}} \quad [€], \text{ pričom } i > g \quad (6)$$

kde

$H_T$  – trvalá hodnota [€],

---

<sup>26</sup> Vážený priemer nákladov na kapitál alebo priemerné vážené náklady kapitálu (angl. Weighted average cost of capital, skrátené WACC)

$OZ_{n+1}$  – objem odčerpateľných zdrojov v roku nasledujúcom po sledovanom období v eurách,

$i$  – úroková miera v percentách, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/100],

$g$  – je trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov v percentách, ktorá sa do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/100],

$n$  – dĺžka sledovaného obdobia [rok].

Trvalá hodnota ( $H_T$ ) je teda všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov podniku a navyše častí podniku v nasledujúcom roku, ktorá zohľadňuje aj predpoklady spoločnosti vytvárať odčerpateľné zdroje po neobmedzene dlhú časovú dobu. Hodnota je prerátaná na súčasnú hodnotu k dňu stanovenia hodnoty.

Trvale udržateľná miera rastu odčerpateľných zdrojov ( $g$ ) predstavuje medziročnú zmenu schopnosti podniku generovať odčerpateľné zdroje vyjadrené v percentách, ktorá vychádza zo situácie podniku ku dňu ohodnotenia a tiež od vývoja podniku počas sledovaného obdobia v rámci jeho podnikateľského prostredia a v súlade s jeho históriou.

Pri obmedzenej životnosti podniku (v praxi je to minimum prípadov) sa v zmysle *prílohy 1 vyhlášky č. 605/2008 Z. z.* použije nasledovný výpočet:

$$V\check{S}H_P = H_{OZ} + H_K \quad [€], \quad (7)$$

kde

$V\check{S}H_P$  – všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou pri časovo obmedzenej životnosti podniku [€],

$H_{OZ}$  – hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [€],

$H_K$  – konečná hodnota podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období, ktorá sa stanoví takto:

$$H_K = \frac{LP_{n+1}}{(1+i)^{n+1}} \quad [€], \quad (8)$$

kde

$H_K$  – konečná hodnota podniku a častí podniku v roku nasledujúcom po sledovanom období. Hodnota je prepočítaná na súčasnú hodnotu k dátumu ohodnotenia [€],

$LP_{n+1}$  – predpokladaný čistý výnos zo speňaženia majetku v roku nasledujúcom po sledovanom období (likvidačný prebytok) [€],

$i$  – úroková miera v percentách a do výpočtu dosadzuje v desatinnom tvare [%/100],

$n$  – dĺžka sledovaného obdobia [rok].

### 1.6.3. Trhové (porovnávacie) metódy

Tieto ohodnocovacie metódy sa zvyknú najčastejšie využívať v USA a ako už z názvu vyplýva, sú založené na porovnávaní ohodnocovaného podniku s inými podnikmi na trhu na základe rôznych ukazovateľov. Pre znalcov ide o náročnejšie ohodnotenie, keďže sa musí detailnejšie zorientovať na danom trhu a preskúmať viacero dostupných zdrojov. Pri malých a stredných podnikoch sú navyše tieto dáta náročnejšie dostupné<sup>27</sup>.

**Metóda porovnateľných podnikov** je založená na porovnávaní s ostatnými porovnateľnými podnikmi na trhu, ktorých podiely boli niekedy v minulosti už ohodnotené pri predaji akcií.

Zvyčajne sa jedná o súkromnú akciovú spoločnosť, ktorej akcie nie sú kótované na žiadnej burze a porovnávajú sa s podnikmi obchodovanými na verejných trhoch.

Pri tejto metóde je nutné nájsť kompromis medzi nájdením čo najväčšej podobnosti a zároveň nájdením dostatočného počtu podnikov. Odporúča sa porovnanie s aspoň piatimi až ôsmimi podnikmi.

**Metóda porovnateľných transakcií** sa využíva na porovnaní s podnikmi, ktoré už boli v minulosti predávané ako jeden celok. Získavame teda hodnotu podniku ako celku a nie hodnotu samotnej akcie, resp. podielu.

Pri tejto metóde je nutné pracovať s obsiahlou databázou transakcií z histórie. Hodnotu porovnávaného podniku následne odvodíme od ceny vykonanej transakcie.

---

<sup>27</sup> BRIGHAM, Eugene - HOUSTON, John. *Fundamentals of Financial Management*. 13.vyd. Boston: Cengage Learning, 2014. 816 s. ISBN 978-0538482127.

**Stanovenie hodnoty podniku z dostupných údajov o podnikoch na burze** – ide o jeden z variantov postupu odvodu hodnoty podniku z metódy porovnateľných podnikov. Tento variant má však len podporný význam pri rozhodovaní.

#### *1.6.4. Kombinované metódy*

Tieto metódy sa v praxi využívajú zohľadnením dvoch prístupov – majetku aj budúcich výnosov. Čiže ide o kombináciu hodnoty podniku vypočítanej majetkovými metódami a výnosovými metódami. Takto vypočítaná hodnota zohľadňuje schopnosť majetku dosiahnuť výnos, no aj budúcu perspektívu<sup>28</sup>. Predpokladom, pre vznik týchto metód bola myšlienka, že samotné majetkové ani výnosové metódy nie sú schopné komplexne ohodnotiť podnik ako celok.

Medzi kombinované metódy zaradíme:<sup>29</sup>

- metódu priemernej hodnoty,
- metódu nadzisku,
- metódu ekonomickej pridanej hodnoty.

**Metóda priemernej hodnoty** je jednou z jednoduchších na výpočet. Hodnota podniku vychádza už z vyrátanej substančnej hodnoty podniku a z hodnoty určenej výnosovou metódou. Pri tejto metóde sa hodnota podniku určí ako ich jednoduchý aritmetický priemer.

Vzorec pre výpočet má nasledovný tvar:

$$HP = \frac{SuH + Výh}{2} \quad (9)$$

HP je hodnota podniku,

SUH – hodnota stanovená substančnou metódou,

Výh – hodnota stanovená výnosovou metódou.

Pri výpočte je samozrejme možné použiť aj výsledky získané prostredníctvom iných metód stanovenia hodnoty podniku. Výsledok vypočítaný touto kombinovanou

---

<sup>28</sup> SZILÁGYI, Maroš - SEDLÁKOVÁ, Ivana. *Ekonomické a právne aspekty stanovenia všeobecnej hodnoty podniku*. 1. vyd. Žilina: EDIS, 2012. 248 s. ISBN 80-7100-976-8.

<sup>29</sup> JAKUBEC, Milan – KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. 3. vyd. Bratislava: Kartprint, 2016. 284 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

metódou je možné ovplyvniť priradením váhy jednotlivým výsledkom v závislosti od ich presnosti, čo je zároveň aj jednou z nevýhod tejto metódy.

Ďalšou z často používaných kombinovaných metód je stanovenie hodnoty podniku **metódou nadzisku**. „Metóda nadzisku je spojením substančnej a výnosovej metódy. Očakávané budúce zisky sa rozdeľujú na bežný zisk, ktorý zodpovedá miere zisku investovaného kapitálu v danom odvetví a nadzisku, t.j. zisk prevyšujúci v ohodnocovanom podniku úroveň zodpovedajúcu priemernej miere zisku.“<sup>30</sup>

Hodnotu podniku možno určiť nasledovnými postupmi:

$$HP = \frac{Z - i_k * S}{i_l} \quad (10)$$

HP je hodnota podniku,

Z – trvalo udržateľný zisk,

$i_k$  – kalkulovaný bezrizikový výnos,

S – hodnota podniku stanovená substančnou metódou,

$i_l$  – požadovaná miera výnosu.

$$HP = S + (Z - i * S) * A \quad (11)$$

HP je hodnota podniku

S – hodnota podniku určená substančnou metódou,

Z – priemerný očakávaný zisk,

i – normálna miera zisku (úroková miera dosahovaná v ekonomike),

A – zásobiteľ (súčasná hodnota súčtu budúcich platieb platených počas n úrokových období pri úrokovej miere i).

„Korekciou hodnoty stanovenej na základe substančnej metódy o predpokladanú úroveň tvorby nadzisku v analyzovanom období vznikne kombinované ohodnotenie podniku, ktoré bude zohľadňovať tak majetkový, ako aj výnosový princíp.“<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> HEČKOVÁ, Jana. *Podnikové financie*. 3.vyd. Prešov: Prešovská univerzita v Prešove, 2017. 257 s. ISBN 978-80-8068-689-5.

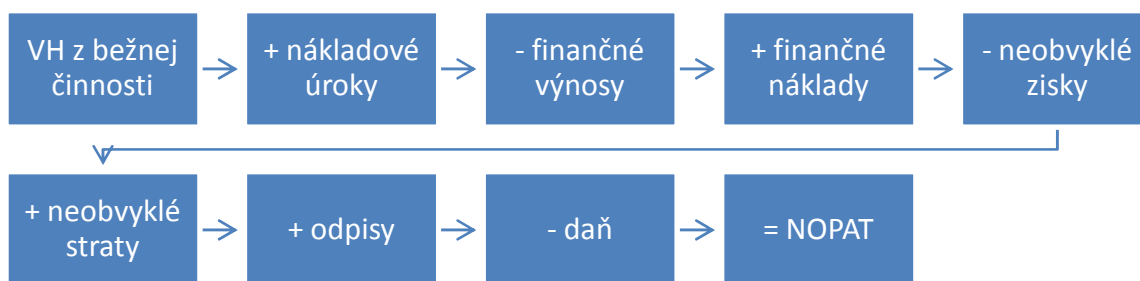
<sup>31</sup> VLACHYNSKÝ, Karol. *Podnikové financie*. 2.vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2015. 524 s. ISBN 9788080782580.

Jednou z nevýhod tejto metódy je, že výnosová časť nezohľadňuje dostatočne budúcnosť, teda vychádza primárne z očakávaného zisku v nasledujúcom období, čo dostatočne nevyjadruje výnosy v budúcnosti, ktoré budú vlastníkom podniku plynúť.

**Metóda ekonomickej pridanej hodnoty** je ďalšou využívanou metódou na určenie hodnoty podniku. Táto metóda pri výpočte využíva ukazovateľ ekonomickej pridanej hodnoty (Economic Value Added – ďalej len EVA). Pojem bol vytvorený americkou spoločnosťou Stern Stewart Management Services v roku 1993.

Ekonomická pridaná hodnota vychádza z ukazovateľa NOPAT – upravený výsledok hospodárenia nasledovne:

Schéma č.3: Výpočet ukazovateľa NOPAT



Zdroj: vlastné spracovanie podľa MAŘÍK, Miloš. *Metódy oceňování podniku*. 4. vyd. Praha: EKOPRESS, 2018, 550 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

Následne môžeme vypočítať hodnotu ukazovateľa EVA ako rozdiel medzi upraveným výsledkom hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení a nákladmi kapitálu, kde vynásobíme čisté aktíva viazané v hospodárskej činnosti s váženými priemernými nákladmi kapitálu podniku:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC \quad (12)$$

EVA – ekonomická pridaná hodnota,

NOPAT – upravený výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení,

NOA – čisté aktíva viazané v hospodárskej činnosti,

WACC – vážené priemerné náklady kapitálu podniku.

Po vypočítaní ukazovateľa EVA vieme stanoviť hodnotu podniku metódou ekonomickej pridanej hodnoty nasledovne:

$$HP = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC*(1+WACC)^T} - D_0 + A_0 \quad (13)$$

HP je hodnota podniku

$NOA_0$  – čisté aktíva viazané v hospodárskej činnosti k dátumu ohodnotenia,

$EVA_t$  – ekonomická pridaná hodnota v čase  $t$ ,

WACC – vážené priemerné náklady kapitálu podniku,

$D_0$  – hodnota úročených dlhov k dátumu ohodnotenia,

$A_0$  – aktíva neviazané v hospodárskej činnosti k dátumu ohodnotenia.

Výhody danej metódy sú predovšetkým:

- využitie odhadu výsledku hospodárenia, ktorý je možné odhadnúť presnejšie, keďže podlieha nižším výkyvom,
- je možné určiť, v ktorých rokoch podnik pre vlastníkov vytváral hodnotu a v ktorých nie.

Pozitívom tejto metódy je tiež, že sa zaoberá hlavnými faktormi tvorby hodnoty a zároveň aj dokáže upozorniť na prípadné medzery, ktorými sa daná hodnota môže odčerpať.

Podľa vyhlášky Ministerstva spravodlivosti SR č. 605/2008 o stanovení všeobecnej hodnoty podniku a častí podniku sa kombinovanou metódou všeobecná hodnota podniku ( $VŠH_k$ ) stanoví nasledovne:

$$VŠH_K = \frac{a * VŠH_p + b * VŠH_M}{a + b} \quad [€], \quad (14)$$

kde

$VŠH_K$  – všeobecná hodnota podniku a častí podniku vypočítaná komb. metódou,

$VŠH_p$  – vš. hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou,

$VŠH_M$  – vš. hodnota podniku a častí podniku stanovená majetkovou metódou,

## **2 Ciel' práce, metodika práce a metódy skúmania**

Hlavným cieľom našej diplomovej práce je stanovenie hodnoty spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. so sídlom v Poprade, aplikovaním podnikateľskej metódy s využitím princípu going concern k 31.12.2018 na základe predložených finančných výkazov. Pre naplnenie hlavného cieľa diplomovej práce sme si stanovili niekoľko parciálnych cieľov, ktorých naplnenie povedie k splneniu hlavného cieľa diplomovej práce.

### **Parciálne ciele:**

- ozrejenie poznatkov o postupoch ohodnocovania využívaných v znaleckej praxi na Slovensku a vo svete,
- finančná analýza spoločnosti – overenie, či v budúcnosti spoločnosť má predpoklad dosahovania kladných odčerpateľných zdrojov, čo nám následne umožňuje použitie podnikateľskej metódy pri neobmedzenej životnosti podniku (going concern),
- makroekonomická analýza – pri prognózovaní ďalšieho vývoja musíme zhodnotiť pôsobenie v danom ekonomickom prostredí. Medzi najvýznamnejšie pôsobiace faktory sa radia: HDP, inflácia, nezamestnanosť či menové kurzy,
- výpočet všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov podniku,
- výpočet trvalej (pokračujúcej) hodnoty podniku.

V teoretickej časti našej diplomovej práce sme aplikovali metódu analýzy a syntézy na spracovávanie informácií z odbornej literatúry a časopisov. Metódu analýzy sme použili na myšlienkové rozčlenenie jedného celku na menšie. Následne metódu syntézy ako zjednotenie myšlienok z menších vybraných častí. Na záver teoretickej časti sme zozbierané informácie vytriedili metódou abstrakcie, aby sme dokázali vyčleniť dôležité informácie potrebné pre spracovanie praktickej časti práce.

Východiskom pre spracovanie praktickej časti našej diplomovej záverečnej práce sú finančné výkazy spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s., ktoré nám pre tieto účely poskytli priamo spoločníci a konatelia firmy (vrátane finančného plánu na ďalšie roky). Z dôvodu citlivosti údajov (a výsledkov práce) sme názov spoločnosti, IČO a sídlo čiastočne pozmenili, čo bola jedna z podmienok poskytnutia finančných výkazov od spoločnosti.

Na stanovenie hodnoty podniku využijeme podnikateľskú metódu s využitím princípu going concern (neobmedzená živnosť podniku) v zmysle aktuálne platných vyhlášok Ministerstva spravodlivosti SR č. 492/2004 Z.z. a 605/2008 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov. Postupovali sme teda v zmysle aktuálne platnej legislatívy, rovnako ako ktorákoľvek certifikovaná znalecká agentúra pri stanovovaní hodnoty podniku. Celý postup stanovenia hodnoty podniku sa nachádza v nasledujúcej kapitole.

### 3 Výsledky práce a diskusia

Predmetom ohodnotenia je spoločnosť INTEME Slovakia, s.r.o. k 31.12.2018. Všeobecná hodnota ohodnocovanej spoločnosti je v našej diplomovej práci stanovená podnikateľskou metódou s využitím princípu going concern podľa vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z.z. a 605/2008 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších predpisov.

#### 3.1 Charakteristika vybraného podniku

|                |                              |
|----------------|------------------------------|
| Obchodné meno: | INTEME Slovakia, v.o.s.      |
| Sídlo:         | Popradská 1<br>Poprad 058 01 |
| IČO:           | 00 505 917                   |
| Právna forma:  | verejná obchodná spoločnosť  |
| Deň zápisu:    | 1.1.1991                     |

Spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s pôsobí už takmer 30 rokov v oblasti zdravotníckej techniky a prenájmu nehnuteľností. Pre zabezpečenie všetkých činností vybudovali personálne a materiálno-technologické zázemie. Spoločnosť disponuje klimatizovanými skladmi s dopravnými prostriedkami pre skladovanie a distribúciu laboratórnych diagnostík, zdravotníckych prístrojov a spotrebného materiálu. Hlavným trhom je územie Slovenskej republiky. Priestory spoločnosť prenajíma v centre Popradu.

INTEME Slovakia, v.o.s je taktiež aj držiteľom množstva ISO certifikátov kvality, aktuálne získala certifikát podľa ISO 9001:2015 pre distribučnú činnosť, skladovanie, podporu predaja a servis diagnostických látok a prístrojov pre zdravotníctvo.

Za rok 2014 bola Národným informačným strediskom Slovenskej republiky, a.s. vyhodnotená ako spoľahlivý partner vo verejnom obstarávaní a bola spoločnosti udelená Pečať spoľahlivosti, ktorú získalo v roku 2014 zo 14724 dodávateľov verejných obstarávaní iba 9,8%.

Spoločnosť má dvoch konateľov, ktorí sú zároveň aj spoločníci, každý s 50% obchodným podielom. Za verejnú obchodnú spoločnosť podpisujú obaja spoločníci, každý samostatne, a to tak, že k písanému alebo tlačenému názvu pripojí svoj vlastnoručný podpis.

### 3.2 Údaje o majetkovej podstate a finančná analýza spoločnosti

Spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s vykázala k 31.12.2014, 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017 a 31.12.2018 nasledovný majetok, vlastné imanie a záväzky:

Tabuľka č.1: Súvaha spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014-2018

|               | AKTÍVA                                                     | č.r.      | Netto v €      | Netto v €      | Netto v €      | Netto v €      | Netto v €      |
|---------------|------------------------------------------------------------|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               |                                                            |           | 31.12.2014     | 31.12.2015     | 31.12.2016     | 31.12.2017     | 31.12.2018     |
|               | <b>Spolu majetok</b>                                       | <b>1</b>  | <b>556 532</b> | <b>585 987</b> | <b>523 859</b> | <b>418 067</b> | <b>421 930</b> |
| <b>A.</b>     | <b>Neobežný majetok</b>                                    | <b>2</b>  | <b>410 936</b> | <b>342 251</b> | <b>306 627</b> | <b>271 003</b> | <b>235 417</b> |
| <b>A.I.</b>   | <b>Dlhodobý nehmotný majetok</b>                           | <b>3</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| A.I.1.        | Aktivovované naklady na vývoj                              | 4         |                |                |                |                |                |
| A.I.2.        | Softvér                                                    | 5         |                |                |                |                |                |
| A.I.3.        | Oceniteľné práva                                           | 6         |                |                |                |                |                |
| A.I.4.        | Goodwill                                                   | 7         |                |                |                |                |                |
| A.I.5.        | Ostatný dlhodobý nehmotný majetok                          | 8         |                |                |                |                |                |
| A.I.6.        | Obstaraný dlhodobý nehmotný majetok                        | 9         |                |                |                |                |                |
| A.I.7.        | Poskytnuté preddavky na DNM                                | 10        |                |                |                |                |                |
| <b>A. II.</b> | <b>Dlhodobý hmotný majetok</b>                             | <b>11</b> | <b>407 085</b> | <b>338 400</b> | <b>302 776</b> | <b>267 152</b> | <b>231 566</b> |
| A.II.1.       | Pozemky                                                    | 12        | 26 261         | 26 261         | 26 261         | 26 261         | 26 261         |
| A.M.2.        | Stavby                                                     | 13        | 359 196        | 292 972        | 259 809        | 226 646        | 193 521        |
| A.M.3.        | Samost. hnut. veci a súbory hnut. vecí                     | 14        | 21 628         | 19 167         | 16 706         | 14 245         | 11 784         |
| A.II.4.       | Pestovateľské celky trvalých porastov                      | 15        |                |                |                |                |                |
| A.II.5.       | Zakladné stado a ťažné zvieratá                            | 16        |                |                |                |                |                |
| A.II.6.       | Ostatný dlhodobý hmotný majetok                            | 17        |                |                |                |                |                |
| A.II.7.       | Obstaraný dlhodobý hmotný majetok                          | 18        |                |                |                |                |                |
| A.II.8.       | Poskytnuté preddavky na DHM                                | 19        |                |                |                |                |                |
| A.II.9.       | Opravná položka k nadobudnutému majetku                    | 20        |                |                |                |                |                |
| <b>A.III.</b> | <b>Dlhodobý finančný majetok</b>                           | <b>21</b> | <b>3 851</b>   | <b>3 851</b>   | <b>3 851</b>   | <b>3 851</b>   | <b>3 851</b>   |
| A.III.1.      | Podiel. CP a podiely v prepojených účt. jednotkách         | 22        |                |                |                |                |                |
| A.III.2.      | Podiel. CP a podiely s podiel. účast'ou okrem v prepoj. ÚJ | 23        | 3 851          | 3 851          | 3 851          | 3 851          | 3 851          |
| A.III.3.      | Ostatné realizovateľné CP a podiely                        | 24        |                |                |                |                |                |
| A.III.4.      | Pôžičky prepojeným účt. jednotkám                          | 25        |                |                |                |                |                |
| A.III.5.      | Pôžičky v rámci podiel. účasti okrem prepoj. ÚJ            | 26        |                |                |                |                |                |
| A.III.6.      | Ostatné pôžičky                                            | 27        |                |                |                |                |                |
| A.III.7.      | Dlhové CP a ostatný DFM                                    | 28        |                |                |                |                |                |
| A.III.8.      | Pôžičky a ostat. DFM so zostat. dobou splat. najviac 1 r.  | 29        |                |                |                |                |                |
| A.III.9.      | Účty v bankách s dobou viaz. dlhšou ako 1 r.               | 30        |                |                |                |                |                |
| A.III.10.     | Obstaraný DFM                                              | 31        |                |                |                |                |                |
| A.III.11.     | Poskytnuté preddavky na DFM                                | 32        |                |                |                |                |                |
| <b>B.</b>     | <b>Obežný majetok</b>                                      | <b>33</b> | <b>145 579</b> | <b>243 736</b> | <b>217 215</b> | <b>147 047</b> | <b>186 496</b> |
| <b>B.I.</b>   | <b>Zásoby</b>                                              | <b>34</b> | <b>8 048</b>   | <b>374</b>     | <b>1 457</b>   | <b>923</b>     | <b>0</b>       |
| B.I.1.        | Materiál                                                   | 35        |                |                |                |                |                |

|                 |                                                                  |           |                |                |                |                |                |
|-----------------|------------------------------------------------------------------|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| B.I.2.          | Nedokončená výroba a polotovary vlast. výroby                    | 36        |                |                |                |                |                |
| B.I.3.          | Výrobky                                                          | 37        |                |                |                |                |                |
| B.I.4.          | Zvieratá                                                         | 38        |                |                |                |                |                |
| B.I.5.          | Tovar                                                            | 39        | 8 048          | 374            | 1 457          | 923            |                |
| B.I.6.          | Poskytnuté preddavky na zásoby                                   | 40        |                |                |                |                |                |
| <b>B.II.</b>    | <b>Dlhodobé pohľadávky</b>                                       | <b>41</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| <b>B.II.1.</b>  | <b>Pohľadávky z obchodného styku</b>                             | <b>42</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| B.II.1.a.       | Pohľadávky z obch. styku voči prepoj. účt. jednotkám             | 43        |                |                |                |                |                |
| B.II.1.b.       | Pohl'. z OS v rámci podiel.účasti okrem pohl'. voči prepoj. ÚJ   | 44        |                |                |                |                |                |
| B.II.1.c.       | Ostatné pohľadávky z obch. styku                                 | 45        |                |                |                |                |                |
| B.II.2.         | Čistá hodnota zákazky                                            | 46        |                |                |                |                |                |
| B.II.3.         | Ostatné pohľadávky voči prepojeným účt. jednotkám                | 47        |                |                |                |                |                |
| B.II.4.         | Ostatné pohl'. v rámci podiel.účasti okrem pohl'.voči prepoj. ÚJ | 48        |                |                |                |                |                |
| B.II.5.         | Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu                  | 49        |                |                |                |                |                |
| B.II.6.         | Pohľadávky z derivátových operácií                               | 50        |                |                |                |                |                |
| B.II.7.         | Iné pohľadávky                                                   | 51        |                |                |                |                |                |
| B.II.8.         | Odložená daňová pohľadávka                                       | 52        |                |                |                |                |                |
| <b>B.III.</b>   | <b>Krátkodobé pohľadávky</b>                                     | <b>53</b> | <b>110 852</b> | <b>133 087</b> | <b>96 760</b>  | <b>41 383</b>  | <b>41 617</b>  |
| <b>B.III.1.</b> | <b>Pohľadávky z obchodného styku</b>                             | <b>54</b> | <b>47 212</b>  | <b>65 742</b>  | <b>59 766</b>  | <b>40 902</b>  | <b>41 109</b>  |
| B.III.1.a.      | Pohľadávky z obch. styku voči prepojeným účt. jednotkám          | 55        |                |                |                |                |                |
| B.III.1.b.      | Pohl'. z OS v rámci podiel.účasti okrem pohl'. voči prepoj. ÚJ   | 56        |                |                |                |                |                |
| B.III.1.c.      | Ostatné pohľadávky z obchodného styku                            | 57        | 47 212         | 65 742         | 59 766         | 40 902         | 41 109         |
| B.III.2.        | Čistá hodnota zákazky                                            | 58        |                |                |                |                |                |
| B.III.3.        | Ostatné pohľadávky voči prepojeným účt. jednotkám                | 59        |                |                |                |                |                |
| B.III.4.        | Ostatné pohl'. v rámci podiel.účasti okrem pohl'.voči prepoj. ÚJ | 60        | 36 513         | 36 513         | 36 513         |                |                |
| B.III.5.        | Pohľadávky voči spoločníkom, členom a združeniu                  | 61        |                |                |                |                |                |
| B.III.6.        | Sociálne poistenie                                               | 62        |                |                |                |                |                |
| B.III.7.        | Daňové pohľadávky a dotácie                                      | 63        | 7 072          | 9 625          |                |                |                |
| B.III.8.        | Pohľadávky z derivátových operácií                               | 64        |                |                |                |                |                |
| B.III.9.        | Iné pohľadávky                                                   | 65        | 20 055         | 21 207         | 481            | 481            | 508            |
| <b>B.IV.</b>    | <b>Krátkodobý finančný majetok</b>                               | <b>66</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| B.IV.1.         | KFM v prepojených účtovných jednotkách                           | 67        |                |                |                |                |                |
| B.IV.2.         | KFM bez KFM v prepojených účtovných jednotkách                   | 68        |                |                |                |                |                |
| B.IV.3.         | Vlastné akcie a vlastné obchodné podiely                         | 69        |                |                |                |                |                |
| B.IV.4.         | Obstaraný KFM                                                    | 70        |                |                |                |                |                |
| <b>B.V.</b>     | <b>Finančné účty</b>                                             | <b>71</b> | <b>26 679</b>  | <b>110 275</b> | <b>118 998</b> | <b>104 741</b> | <b>144 879</b> |
| B.V.1.          | Peniaze                                                          | 72        | 1 371          | 522            | 6              | 199            | 2 882          |
| B.V.2.          | Účty v bankách                                                   | 73        | 25 308         | 109 753        | 118 992        | 104 542        | 141 997        |
| <b>C.</b>       | <b>Časové rozlíšenie</b>                                         | <b>74</b> | <b>17</b>      | <b>0</b>       | <b>17</b>      | <b>17</b>      | <b>17</b>      |
| C.1.            | Náklady budúcich období dlhodobé                                 | 75        |                |                |                |                |                |
| C.2.            | Náklady budúcich období krátkodobé                               | 76        | 17             |                | 17             | 17             | 17             |
| C.3.            | Príjmy budúcich období dlhodobé                                  | 77        |                |                |                |                |                |
| C.4.            | Príjmy budúcich období krátkodobé                                | 78        |                |                |                |                |                |

|                | PASÍVA                                                     | č.r.       | Netto v €      | Netto v €      | Netto v €      | Netto v €      | Netto v €      |
|----------------|------------------------------------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                |                                                            |            | 31.12.2014     | 31.12.2015     | 31.12.2016     | 31.12.2017     | 31.12.2018     |
|                | <b>Spolu vlastné imanie a záväzky</b>                      | <b>79</b>  | <b>556 532</b> | <b>585 987</b> | <b>523 859</b> | <b>418 067</b> | <b>421 930</b> |
| <b>A.</b>      | <b>Vlastné imanie</b>                                      | <b>80</b>  | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> |
| <b>A.I.</b>    | <b>Základné imanie</b>                                     | <b>81</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| A.I.1.         | Základné imanie                                            | 82         |                |                |                |                |                |
| A.I.2.         | Zmena základného imania                                    | 83         |                |                |                |                |                |
| A.I.3.         | Pohľadávky za upísané vlastné imanie                       | 84         |                |                |                |                |                |
| <b>A.II.</b>   | <b>Emisné ážio</b>                                         | <b>85</b>  |                |                |                |                |                |
| <b>A.III.</b>  | <b>Ostatné kapitálové fondy</b>                            | <b>86</b>  |                |                |                |                |                |
| <b>A.IV.</b>   | <b>Zákonne rezervné fondy</b>                              | <b>87</b>  | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> | <b>305 834</b> |
| A.IV.1.        | Zákonný rezervný fond a nedeliteľný fond                   | 88         | 305 834        | 305 834        | 305 834        | 305 834        | 305 834        |
| A.IV.2.        | Rezervný fond na vlastné akcie a vlastné podiely           | 89         |                |                |                |                |                |
| <b>A.V.</b>    | <b>Ostatné fondy zo zisku</b>                              | <b>90</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| A.V.1.         | Štatutárne fondy                                           | 91         |                |                |                |                |                |
| A.V.2.         | Ostatné fondy                                              | 92         |                |                |                |                |                |
| <b>A.VI.</b>   | <b>Oceňovacie rozdiely z precenenia</b>                    | <b>93</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| A.VI.1.        | Oceňovacie rozdiely z precen. majetku a záväzkov           | 94         |                |                |                |                |                |
| A.VI.2.        | Oceňovacie rozdiely z kapitálov. účastín                   | 95         |                |                |                |                |                |
| A.VI.3.        | Oceň. rozdiely z precen. pri zluč., splyn. a rozdelení     | 96         |                |                |                |                |                |
| <b>A.VII.</b>  | <b>Výsledok hospodárenia minulých rokov</b>                | <b>97</b>  | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| A.VII.1.       | Nerozdelený zisk minulých rokov                            | 98         |                |                |                |                |                |
| A.VII.2.       | Neuhradená strata minulých rokov                           | 99         |                |                |                |                |                |
| <b>A.VIII.</b> | <b>Výsledok hospodárenia za účt. obdobie po zdanení</b>    | <b>100</b> |                |                |                |                |                |
| <b>B.</b>      | <b>Záväzky</b>                                             | <b>101</b> | <b>250 698</b> | <b>280 153</b> | <b>218 025</b> | <b>112 233</b> | <b>116 096</b> |
| <b>B.I.</b>    | <b>Dlhodobé záväzky</b>                                    | <b>102</b> | <b>7 704</b>   | <b>7 793</b>   | <b>7 895</b>   | <b>7 982</b>   | <b>8 079</b>   |
| <b>B.I.1.</b>  | <b>Dlhodobé záväzky z obchodného styku</b>                 | <b>103</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| B.I.1.a.       | Záväzky z obchodného styku voči prepojeným UJ              | 104        |                |                |                |                |                |
| B.I.1 .b.      | Záv. z OS v rámci podiel.účasti okrem záv.voči prepoj. UJ  | 105        |                |                |                |                |                |
| B.I.1 .c.      | Ostatné záväzky z obchodného styku                         | 106        |                |                |                |                |                |
| B.I.2.         | Čistá hodnota zákazkv                                      | 107        |                |                |                |                |                |
| B.I.3.         | Ostatné záväzky voči prepojeným účt. jednotkám             | 108        |                |                |                |                |                |
| B.I.4.         | Ost. záv. v rámci podiel.účasti okrem záv. voči prepoj. UJ | 109        |                |                |                |                |                |
| B.I.5.         | Ostatné dlhodobé záväzky                                   | 110        |                |                |                |                |                |
| B.I.6.         | Dlhodobé prijaté preddavky                                 | 111        |                |                |                |                |                |
| B.I.7.         | Dlhodobé zmenky na úhradu                                  | 112        |                |                |                |                |                |
| B.I.8.         | Vydané dlhopisy                                            | 113        |                |                |                |                |                |
| B.I.9.         | Záväzky zo sociálneho fondu                                | 114        | 7 704          | 7 793          | 7 895          | 7 982          | 8 079          |
| B.I.10.        | Iné dlhodobé záväzky                                       | 115        |                |                |                |                |                |
| B.I.11.        | Dlhodobé záväzky z derivátových operácií                   | 116        |                |                |                |                |                |
| B.I.12.        | Odložené daňové záväzky                                    | 117        |                |                |                |                |                |
| <b>B.II.</b>   | <b>Dlhodobé rezervy</b>                                    | <b>118</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| B.II.1.        | Zákonné rezervy                                            | 119        |                |                |                |                |                |

|                |                                                            |            |                |                |                |                |                |
|----------------|------------------------------------------------------------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| B.II.2.        | Ostatné rezervy                                            | 120        |                |                |                |                |                |
| <b>B.III.</b>  | <b>Dlhodobé bankové úvery</b>                              | <b>121</b> |                |                |                |                |                |
| <b>B.IV.</b>   | <b>Krátkodobé záväzky</b>                                  | <b>122</b> | <b>240 197</b> | <b>270 927</b> | <b>208 850</b> | <b>101 793</b> | <b>105 344</b> |
| <b>B.IV.1.</b> | <b>Záväzky z obchodného styku</b>                          | <b>123</b> | <b>842</b>     | <b>270</b>     | <b>623</b>     | <b>3 011</b>   | <b>1 254</b>   |
| B.IV.1.a.      | Záv. z obchodného styku voči prepojeným účt. jednotkám     | 124        |                |                |                |                |                |
| B.IV.1.b.      | Záv. z OS v rámci podiel.účasti okrem záv.voči prepoj. UJ  | 125        |                |                |                |                |                |
| B.IV.1.c.      | Ostatné záväzky z obchodného styku                         | 126        | 842            | 270            | 623            | 3 011          | 1 254          |
| B.IV.2.        | Čistá hodnota zákazky                                      | 127        |                |                |                |                |                |
| B.IV.3.        | Ostatné záväzky voči prepojeným účt. jednotkám             | 128        |                |                |                |                |                |
| B.IV.4.        | Ost. záv. v rámci podiel.účasti okrem záv. voči prepoj. UJ | 129        |                |                |                |                |                |
| B.IV.5.        | Záväzky voči spoločníkom a združeniu                       | 130        | 236 832        | 258 553        | 200 328        | 93 681         | 89 661         |
| B.IV.6.        | Záväzky voči zamestnancom                                  | 131        |                | 1 920          | 1 799          | 2 517          | 2 470          |
| B.IV.7.        | Záväzky zo sociálneho poistenia                            | 132        |                | 1 155          | 890            | 1 407          | 1 323          |
| B.IV.8.        | Daňové záväzky a dotácie                                   | 133        | 2 523          | 8 988          | 5 178          | 1 177          | 10 636         |
| B.IV.9.        | Záväzky z derivátových operácií                            | 134        |                |                |                |                |                |
| B.IV.10.       | Iné záväzky                                                | 135        |                | 41             | 32             |                |                |
| <b>B.V.</b>    | <b>Krátkodobé rezervy</b>                                  | <b>136</b> | <b>2 797</b>   | <b>1 433</b>   | <b>1 280</b>   | <b>2 458</b>   | <b>2 673</b>   |
| B.V.1.         | Zákonné rezervy                                            | 137        | 2 797          | 1 433          | 1 280          | 2 458          | 2 673          |
| B.V.2.         | Ostatné rezervy                                            | 138        |                |                |                |                |                |
| <b>B.VI.</b>   | <b>Bežné bankové úvery</b>                                 | <b>139</b> |                |                |                |                |                |
| <b>B.VII.</b>  | <b>Krátkodobé finančné výpomoci</b>                        | <b>140</b> |                |                |                |                |                |
| <b>C.</b>      | <b>Časové rozlíšenie</b>                                   | <b>141</b> | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       |
| C.1.           | Výdavky budúcich období dlhodobé                           | 142        |                |                |                |                |                |
| C.2.           | Výdavky budúcich období krátkodobé                         | 143        |                |                |                |                |                |
| C.3.           | Výnosy budúcich období dlhodobé                            | 144        |                |                |                |                |                |
| C.4.           | Výnosy budúcich období krátkodobé                          | 145        |                |                |                |                |                |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s vykázala k 31.12.2014, 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017 a 31.12.2018 nasledovné výnosy, náklady a výsledok hospodárenia:

Tabuľka č.2: Výkaz ziskov a strát INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014-2018

|           | Výkaz ziskov a strát                  | č.r. | Suma v €   | Suma v €   | Suma v €   | Suma v €   | Suma v €   |
|-----------|---------------------------------------|------|------------|------------|------------|------------|------------|
|           |                                       |      | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|           | <b>Obrat</b>                          | 1    |            |            | 284 239    | 293 762    | 337 249    |
| <b>**</b> | <b>Výnosy z hospodárskej činnosti</b> | 2    | 310 422    | 335 431    | 287 869    | 295 917    | 339 012    |
| I.        | Tržby z predaja tovaru                | 3    | 38 415     | 28 905     | 15 510     | 16 675     | 7 775      |
| II.       | Tržby z predaja vlastných výrobkov    | 4    |            |            |            |            |            |
| III.      | Tržby z predaja služieb               | 5    | 270 656    | 301 096    | 268 729    | 277 087    | 329 474    |

|       |                                                              |    |         |         |         |         |         |
|-------|--------------------------------------------------------------|----|---------|---------|---------|---------|---------|
| IV.   | Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob                        | 6  |         |         |         |         |         |
| V.    | Aktivácia                                                    | 7  |         |         |         |         |         |
| VI.   | Tržby z predaja DNM, DHM a materiálu                         | 8  | 166     |         |         |         |         |
| VII.  | Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti                       | 9  | 1 185   | 5 430   | 3 630   | 2 155   | 1 763   |
| **    | Náklady na hospodársku činnosť                               | 10 | 268 667 | 248 026 | 193 366 | 213 184 | 236 832 |
| A.    | Náklady vynaložené na obstaranie pred. tovaru                | 11 | 34 949  | 24 666  | 14 404  | 15 581  | 7 092   |
| B.    | Spotreba mater., energie a ostat. nesklad. dodávok           | 12 | 42 674  | 37 931  | 39 482  | 36 010  | 38 398  |
| C.    | Opravné položky k zásobám                                    | 13 |         |         |         |         |         |
| D.    | Služby                                                       | 14 | 7 066   | 26 602  | 13 476  | 58 559  | 86 297  |
| E.    | Osobné náklady                                               | 15 | 93 015  | 73 967  | 47 293  | 47 724  | 54 903  |
| E.1.  | Mzdové náklady                                               | 16 | 46 962  | 34 198  | 35 766  | 35 475  | 39 955  |
| E.2.  | Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva                 | 17 |         |         |         |         |         |
| E.3.  | Náklady na sociálne poistenie                                | 18 | 43 498  | 38 120  | 10 199  | 10 509  | 12 801  |
| E.4.  | Sociálne náklady                                             | 19 | 2 555   | 1 649   | 1 328   | 1 740   | 2 147   |
| F.    | Dane a poplatky                                              | 20 | 5 962   | 5 213   | 5 218   | 5 172   | 5 172   |
| G.    | Odpisy a opravné položky k DNM a DHM                         | 21 | 68 684  | 68 684  | 35 624  | 35 624  | 35 586  |
| G.1.  | Odpisy DNM a DHM                                             | 22 | 68 684  | 68 684  | 35 624  | 35 624  | 35 586  |
| G.2.  | Opravné položky k DNM a DHM                                  | 23 |         |         |         |         |         |
| H.    | Zostatková cena predaného DM a pred. materiálu               | 24 |         |         |         |         |         |
| I.    | Opravné položky k pohľadávkam                                | 25 | 8 616   | 3 456   | 20 506  | 10 518  | 8 342   |
| J.    | Ostatné náklady na hospodársku činnosť                       | 26 | 7 701   | 7 507   | 17 363  | 3 996   | 1 042   |
| ***   | Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti                | 27 | 41 755  | 87 405  | 94 503  | 82 733  | 102 180 |
|       | Pridaná hodnota                                              | 28 | 224 382 | 240 802 | 216 877 | 183 612 | 205 462 |
| **    | Výnosy z finančnej činnosti                                  | 29 | 9       | 6       | 6 708   | 8       | 0       |
| VIII. | Tržby z predaja cenných papierov a podielov                  | 30 |         |         | 6 639   |         |         |
| IX.   | Výnosy z dlhodobého finančného majetku                       | 31 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| IX.1. | Výnosy z cenných papierov a podielov od prepoj. ÚJ           | 32 |         |         |         |         |         |
| IX.2. | Výnosy z CP a podiel. v podiel.účasti okrem výnos.prepoj. ÚJ | 33 |         |         |         |         |         |
| IX.3. | Ostatn. výnosy z cenných papierov a podielov                 | 34 |         |         |         |         |         |
| X.    | Výnosy z krátkodobého finančného majetku                     | 35 | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| X.1.  | Výnosy z KFM od prepojených účtovných jednotiek              | 36 |         |         |         |         |         |
| X.2.  | Výnosy z KFM v podiel. účasti okrem výnosov prepoj. ÚJ       | 37 |         |         |         |         |         |
| X.3.  | Ostatné výnosy z krátkodobého finančného majetku             | 38 |         |         |         |         |         |
| XI.   | Výnosové úroky                                               | 39 | 9       | 6       | 10      | 8       | 0       |
| XI.1. | Výnosové úroky od prepojených účtovných jednotiek            | 40 |         |         |         |         |         |
| XI.2. | Ostatné výnosové úroky                                       | 41 | 9       | 6       | 10      | 8       | 0       |
| XII.  | Kurzové zisky                                                | 42 | 0       | 0       | 59      | 0       | 0       |
| XIII. | Výnosy z precenenia CP a výnosy z derivátových operácií      | 43 |         |         |         |         |         |
| XIV.  | Ostatné výnosy z finančnej činnosti                          | 44 |         |         |         |         |         |
| **    | Náklady na finančnú činnosť                                  | 45 | 756     | 283     | 163     | 137     | 219     |
| K.    | Predané cenné papiere a podiely                              | 46 |         |         |         |         |         |
| L.    | Náklady na krátkodobý finančný majetok                       | 47 |         |         |         |         |         |
| M.    | Opravné položky k finančnému majetku                         | 48 |         |         |         |         |         |

|      |                                                           |    |        |        |         |        |         |
|------|-----------------------------------------------------------|----|--------|--------|---------|--------|---------|
| N.   | Nákladové úroky                                           | 49 | 0      | 0      | 0       | 0      | 0       |
| N.1. | Nákladové úroky pre prepojené účtovné jednotky            | 50 |        |        |         |        |         |
| N.2. | Ostatné nákladové úroky                                   | 51 |        |        |         |        |         |
| O.   | Kurzové straty                                            | 52 | 569    | 69     | 0       | 0      | 0       |
| P.   | Náklady na precenenie CP a náklady na derivative operácie | 53 |        |        |         |        |         |
| Q.   | Ostatné náklady na finančnú činnosť                       | 54 | 187    | 214    | 163     | 137    | 219     |
| ***  | Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti                | 55 | -747   | -277   | 6 456   | -129   | -219    |
| **** | Výsledok hospodárenia za účt. obdobie pred zdanením       | 56 | 41 008 | 87 128 | 101 048 | 82 604 | 101 961 |
| R.   | Daň z príjmov                                             | 57 | 2      | 1      | 2       | 2      | 0       |
| R.1. | Daň z príjmov splatná                                     | 58 | 2      | 1      | 2       | 2      |         |
| R.2. | Daň z príjmov odložená                                    | 59 |        |        |         |        |         |
| S.   | Prevod podielov na výsledku hospodárenia spoločníkom      | 60 | 41 006 | 87 127 | 101 046 | 82 602 | 101 961 |
| ***  | Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení       | 61 | 0      | 0      | 0       | 0      | 0       |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

### Finančná analýza spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

K prognózovaniu finančnej situácie použijeme matematicko–štatistické metódy. Uvedené metódy prognózovania finančnej situácie nám umožnia s primeranou spoľahlivosťou zaradiť spoločnosť do kategórie prosperujúcich resp. neprosperujúcich spoločností.

### Altmanovo Z-skóre

Diskriminačná funkcia pre nevýrobný podnik je v tvare<sup>32</sup>:

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

- > 2,60            finančná situácia dobrá
- 1,10 – 2,60    oblasť nevyhranených výsledkov – šedá zóna
- < 1,10           finančná situácia kritická, bankrot pravdepodobný

<sup>32</sup> JAKUBEC, Milan – KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. 3. vyd. Bratislava: Kartprint, 2016. 284 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

Tabuľka č.3: Altmanovo Z-skóre spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

| Ukazovateľ        | 31.12.2014    | 31.12.2015    | 31.12.2016    | 31.12.2017    | 31.12.2018    |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| x1                | -1,1481       | -0,3204       | 0,0889        | 0,6718        | 1,2204        |
| x2                | 0,0000        | 0,0000        | 0,0000        | 0,0000        | 0,0000        |
| x3                | 0,4952        | 0,9992        | 1,2962        | 1,3278        | 1,6239        |
| x4                | 1,2809        | 1,1463        | 1,4729        | 2,8612        | 2,7660        |
| Z-skóre           | <b>0,6280</b> | <b>1,8250</b> | <b>2,8581</b> | <b>4,8608</b> | <b>5,6104</b> |
| Finančná situácia | zlá           | šedá zóna     | dobrá         | dobrá         | dobrá         |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Na základe vykonanej finančno-ekonomickej analýzy zaradujeme spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. podľa Altmanovho Z-skóre medzi spoločnosti s dobrou finančnou situáciou. Zlú finančnú situáciu mala táto spoločnosť len v roku 2014, kedy táto situácia bola spôsobená výškou ukazovateľa x1, ktorý počíta s čistým pracovným kapitálom, ktorý bol vo všetkých rokoch sledovaného obdobia záporný. Spoločnosť tak bola podkapitalizovaná, resp. vytvárala nekrytý dlh.

Keďže je index Altmanovo z-skóre využívaný najmä v nemecky hovoriacich krajinách, využívame aj index bonity využívaný v širšom európskom priestore.

### Index bonity

Pre metodiku platí nasledovná diskriminačná funkcia<sup>33</sup>:

$$B = 1,5 x_1 + 0,08 x_2 + 10 x_3 + 5 x_4 + 0,3 x_5 + 0,1 x_6$$

s nasledovnou stupnicou hodnotenia:

|          |                 |
|----------|-----------------|
| < -3     | extrémne zlá    |
| -2 až -1 | veľmi zlá       |
| -1 až 0  | zlá             |
| 0 až 1   | určité problémy |
| 1 až 2   | dobrá           |
| 2 až 3   | veľmi dobrá     |
| > 3      | extrémne dobrá  |

<sup>33</sup> JAKUBEC, Milan – KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. 3. vyd. Bratislava: Kartprint, 2016. 284 s. ISBN 978-80-8168-460-9.

Tabuľka č.4: Index bonity spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

| Ukazovateľ               | 31.12.2014    | 31.12.2015     | 31.12.2016     | 31.12.2017     | 31.12.2018     |
|--------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| x1                       | 0,4110        | 0,3677         | 0,2451         | 0,4761         | 0,4598         |
| x2                       | 0,1776        | 0,1673         | 0,1922         | 0,2980         | 0,2907         |
| x3                       | 0,7368        | 1,4869         | 1,9289         | 1,9759         | 2,4165         |
| x4                       | 0,6634        | 1,3201         | 1,7775         | 1,4060         | 1,5117         |
| x5                       | 0,0043        | 0,0002         | 0,0008         | 0,0007         | 0,0000         |
| x6                       | 0,0555        | 0,0563         | 0,0543         | 0,0703         | 0,0799         |
| <b>Index bonity</b>      | <b>2,0487</b> | <b>3,3986</b>  | <b>4,1988</b>  | <b>4,2269</b>  | <b>4,7587</b>  |
| <b>Finančná situácia</b> | veľmi dobrá   | extrémne dobrá | extrémne dobrá | extrémne dobrá | extrémne dobrá |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Metóda Indexu bonity zaraďuje podnik ku koncu roku vo všetkých rokoch sledovaného obdobia do skupiny podnikov s kladnou úrovňou indexu bonity, pričom v závislosti od indexu bonity môžeme finančnú situáciu danej spoločnosti hodnotiť ako veľmi dobrú, resp. extrémne dobrú. Vo všeobecnosti sa prikláňame k záveru, že spoločnosť nemá problémy a má predpoklady na tvorbu kladných výsledkov hospodárenia a odčerpateľných zdrojov do budúcnosti, pričom vo všetkých rokoch sledovaného obdobia vykazovala kladný výsledok hospodárenia.

## Likvidita

Tabuľka č.5: Likvidita spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

| Ukazovateľ                     | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Likvidita pohotová (L1)</b> | 0,1098     | 0,4049     | 0,5663     | 1,0047     | 1,3413     |
| <b>Likvidita bežná (L2)</b>    | 0,5660     | 0,8935     | 1,0268     | 1,4017     | 1,7265     |
| <b>Likvidita celková (L3)</b>  | 0,5992     | 0,8949     | 1,0338     | 1,4107     | 1,7267     |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Po analýze likvidity danej spoločnosti môžeme konštatovať, že spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. vykazuje hodnoty pohotovej likvidity v rozmedzí optima (0,2 – 0,6) v rokoch 2015 až 2018. Najlepšiu hodnotu tento ukazovateľ dosiahol v roku 2018, a to hodnotu 1,3413, čo znamená, že analyzovaná spoločnosť bola k 31.12.2018 schopná zo svojich pohotových peňažných prostriedkov uhradiť 134,13 % svojich krátkodobých záväzkov. Hodnoty pohotovej likvidity v ostatných obdobiach hodnotíme pozitívne,

nakol'ko spoločnosť bola schopná zo svojich pohotových peňažných prostriedkov uhrádzať svoje krátkodobé záväzky v rozpätí od 40,49 % až po 134,13 %. Minimálna hodnota tohto ukazovateľa je 0,2, tzn., že spoločnosť by mala byť schopná zo svojich pohotových peňažných prostriedkov uhradiť 20 % svojich krátkodobých záväzkov. V oblasti bežnej likvidity spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. dosiahla optimálne výsledky len v jednom roku, a to v roku 2018 (optimum ukazovateľa je v rozmedzí 1 – 1,5). Negatívne hodnotíme hodnoty v rokoch 2014 a 2015, kedy hodnota bežnej likvidity v týchto rokoch bola nižšia ako 1, čo znamená, že spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. nebola schopná v tomto období zo svojich pohotových peňažných prostriedkov a speňaženia krátkodobých pohľadávok uhradiť ani 100 % svojich krátkodobých záväzkov. V rokoch 2016 až 2018 však táto hodnota už bola vyššia ako 1,00. V roku 2018 bola spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. schopná zo svojich pohotových peňažných prostriedkov a speňaženia krátkodobých pohľadávok schopná uhradiť 172,65 % svojich krátkodobých záväzkov. V oblasti celkovej likvidity spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. nedosiahla optimálne hodnoty tohto ukazovateľa ani v jednom roku sledovaného obdobia (optimum ukazovateľa je v rozmedzí 2 - 2,5). Pozitívne však hodnotíme fakt, že spoločnosť dosiahla v rokoch 2016 až 2018 hodnoty vyššie ako 1. To znamená, že v prípade, že by musela uhradiť všetky svoje krátkodobé záväzky v daných rokoch, by spoločnosť bola schopná pokryť z pohotových peňažných prostriedkov, speňaženia svojich krátkodobých pohľadávok a zásob 100 % svojich krátkodobých záväzkov. Likvidita celková sa od likvidity bežnej odlišuje len minimálne, nakoľko spoločnosť eviduje v len minimum zásob.

## Aktivita

Tabuľka č.6: Ukazovatele aktivity spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

| Ukazovateľ                           | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Doba obratu zásob                    | 9,50       | 0,41       | 1,87       | 1,15       | 0,00       |
| Doba inkasa krátkodobých pohľadávok  | 130,91     | 147,20     | 124,25     | 51,42      | 45,04      |
| Doba inkasa pohľadávok z OS          | 55,76      | 72,71      | 76,75      | 50,82      | 44,49      |
| Doba splatnosti krátk. záväzkov      | 283,66     | 299,66     | 268,19     | 126,48     | 114,01     |
| Doba splatnosti krátk. záväzkov z OS | 0,99       | 0,30       | 0,80       | 3,74       | 1,36       |
| Obrat aktív                          | 0,56       | 0,56       | 0,54       | 0,70       | 0,80       |
| Obrat neobežného majetku             | 0,75       | 0,96       | 0,93       | 1,08       | 1,43       |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Doba obratu zásob v spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. bola vo všetkých rokoch sledovaného obdobia nižšia ako 10, dní. Spôsobené to bolo faktom, že spoločnosť eviduje zásoby len v minimálnej hodnote.

Doba inkasa krátkodobých pohľadávok vykazovala v priebehu sledovaného obdobia kolísajúci priebeh, v posledných dvoch rokoch klesajúci trend. Najlepšiu hodnotu spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. dosiahla v roku 2018, kedy bola doba inkasa krátkodobých pohľadávok cca 45 dní. Pri porovnaní ukazovateľa s odvetvím, musíme konštatovať, že spoločnosť mala v roku 2017 pomerne dobrú hodnotu tohto ukazovateľa.

Doba inkasa pohľadávok z obchodného styku bola v spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. na lepšej úrovni ako doba inkasa krátkodobých pohľadávok. Doba inkasa krátkodobých pohľadávok z obchodného styku bola v sledovanom období od 44,49 do 76,75 dní.

Čo sa týka doby splácania krátkodobých záväzkov, tak najlepšiu hodnotu zaznamenala spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. v roku 2018, kedy dokázala svoje krátkodobé záväzky uhrádzať za približne 114 dní. Pozitívne hodnotíme fakt, že doba splácania krátkodobých záväzkov medziročne klesala.

Pri dobe splácania krátkodobých záväzkov z obchodného styku táto spoločnosť dosiahla o výrazne lepšie hodnoty. Najlepšiu hodnotu tohto ukazovateľa dosiahla spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. v roku 2015, kedy bola hodnota doby úhrady krátkodobých záväzkov z obchodného styku približne 1 deň. K 31.12.2018 dosiahla táto hodnota cca 1,5 dní.

Čo sa týka ukazovateľa „obrat neobežného majetku“, ten vypovedá o schopnosti spoločnosti využívať svoj neobežný majetok. K 31.12.2018 pripadalo v spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. na 1 € neobežných aktív 1,43 € tržieb.

Podobne ako „obrat neobežného majetku“ je konštruovaný i ukazovateľ „obrat aktív“ s tým rozdielom, že tento ukazovateľ analyzuje schopnosť spoločnosti využívať svoj celkový majetok (nielen ten neobežný). Pri tomto ukazovateli dochádzalo k jeho kolísajúcemu vývoju. Najlepšiu hodnotu dosiahol tento ukazovateľ v roku 2018, kedy na 1 € aktív spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. pripadalo 0,80 € tržieb.

## Zadlženosť

Tabuľka č.7: Ukazovatele zadlženosti spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

| Ukazovateľ                | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Celková zadlženosť aktív  | 45,05%     | 47,81%     | 41,62%     | 26,85%     | 27,52%     |
| Úverová zadlženosť aktív  | 0,00%      | 0,00%      | 0,00%      | 0,00%      | 0,00%      |
| Dlhodobá zadlženosť aktív | 1,38%      | 1,33%      | 1,51%      | 1,91%      | 1,91%      |
| Finančná páka CZ/VI       | 0,82       | 0,92       | 0,71       | 0,37       | 0,38       |
| Úrokové krytie            | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       |
| Tokové zadlženie          | 3,65       | 4,08       | 6,12       | 3,15       | 3,26       |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Celková zadlženosť spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. bola k 31.12.2018 na úrovni 27,52 %. Optimálnou výškou zadlženia pre stabilné spoločnosti je úroveň celkovej zadlženosti vo výške 70%, nakoľko sú cudzie zdroje vo všeobecnosti lacnejšie ako vlastné zdroje. To znamená, že spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. z pohľadu celkovej zadlženosti dosahuje len minimálnu zadlženosť.

Úverová zadlženosť aktív spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. bola vo všetkých rokoch sledovaného obdobia na nulovej úrovni, nakoľko spoločnosť nedisponuje žiadnymi úvermi.

Ukazovateľ „cudzie zdroje/ vlastný kapitál“, nazývaný ako finančná páka vyjadruje štruktúru zdrojov analyzovanej spoločnosti. Optimálna hodnota tohto ukazovateľa by mala byť 2, t. j. cudzie zdroje by mali byť k vlastnému kapitálu v pomere 2:1. V prípade analyzovanej spoločnosti sa ukazovateľ finančnej páky nachádzal nad týmto optimom.

Úrokové krytie vypovedá o tom, koľkokrát je spoločnosť schopná z vytvoreného EBIT-u (t. j. zisku pred úrokmi a zdanením) pokryť svoje nákladové úroky. Spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. vykázala tieto hodnoty nulové, nakoľko nedisponuje žiadnym úročeným požičaným kapitálom.

Hodnota tokového zadlženia hovorí o tom, že spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. bola ku koncu roka 2018 schopná pri danej tvorbe cash-flow uhradiť svoje cudzie zdroje za 3,26 roka – čo hodnotíme pozitívne, nakoľko optimum tohto ukazovateľa je 3 roky.

## Rentabilita

Spoločnosť v priebehu sledovaného obdobia vykazovala kladný hospodársky výsledok ku koncu rokov 2014 – 2018. Vývoj výsledku hospodárenia v absolútnom vyjadrení je nasledovný:

Tabuľka č.8: Hospodársky výsledok spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s

| Ukazovateľ                                      | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 |
|-------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Hospodársky výsledok za účt. obdobie po zdanení | 41 006 €   | 87 127 €   | 101 046 €  | 82 602 €   | 101 961 €  |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Ukazovatele rentability syntetizujú výsledky z oblasti likvidity, aktivity a zadlženosti, pričom vypovedajú o výnosnosti podniku. Hodnoty ukazovateľov rentability sú v období r. 2014 - 2018 v čiernych číslach, čo znamená, že spoločnosť vykázala v tomto období kladný výsledok hospodárenia.

Rentabilita aktív hovorí o výnosnosti aktív, t.j. koľko € čistého zisku prinieslo 1 € podnikových aktív. Ako z analýzy vyplýva výnosnosť aktív medziročne zaznamenávala kolísavý trend. Najvyššia kladná rentabilita bola zaznamenaná v roku 2018, kedy 1 € aktív prinieslo spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. viac ako 24 euro centov čistého zisku.

Podobný vývoj ako rentabilita aktív mal i ukazovateľ rentability vlastného kapitálu. V roku 2018 1 € vlastného kapitálu spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. vyprodukovalo viac ako 24 euro centov čistého zisku.

Čo sa týka rentability tržieb, tak tá vypovedá o tom, koľko čistého zisku pripadalo na 1 € tržieb. V spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. bola zaznamenaná kladná hodnota ukazovateľa v rokoch 2014 - 2018, kedy spoločnosť vyprodukovala kladný hospodársky výsledok – t. j. zisk. V roku 2018 1 € tržieb spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. vyprodukovalo viac ako 30 euro centov čistého zisku.

## Záver finančno-ekonomickej analýzy spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s.

Spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. vykazuje veľmi dobré hodnoty všetkých ukazovateľov skúmaných v rámci ekonomickej analýzy, predovšetkým ukazovatele rentability. Veľmi pozitívne hodnotíme, že daná spoločnosť zaznamenala v období r. 2014 – 2018 kladné hodnoty rentability, čo znamená, že v týchto rokoch dosiahla zisk. **Na základe vykonanej finančnej analýzy konštatujeme, že spoločnosť má predpoklady**

**fungovania v budúcnosti a dosahovania kladných odčerpateľných zdrojov, čo vytvára predpoklad na použitie podnikateľskej metódy pri neobmedzenej životnosti podniku.**

### **3.3 Makroekonomická analýza**

Pri prognózovaní ďalšieho vývoja spoločnosti sa musí zohľadňovať fakt, že spoločnosť pôsobí v určitom ekonomickom prostredí, ktoré je determinované pôsobením množstva faktorov. Faktory, ktoré tu pôsobia sa označujú pojmom makroekonomické faktory. Medzi tie najvýraznejšie sa radia: HDP, inflácia, nezamestnanosť, menové kurzy, verejný sektor. Vývoj týchto ukazovateľov v podstatnej miere ovplyvňuje fungovanie každého podnikateľského subjektu z hľadiska vytvárania vhodných podmienok pre podnikanie, ďalší rast a rozvoj jednotlivých odvetví národného hospodárstva. Výsledky slovenskej ekonomiky sú nasledovné:

#### **Vývoj HDP**

V roku 2017 bol vytvorený hrubý domáci produkt (HDP) v objeme 95 770,0 mil. USD (bežné ceny). V porovnaní s rokom 2016 vzrástol v bežných cenách HDP o 3,4 %. Domácu ekonomiku po troch úspešných rokoch čakajú tri ešte úspešnejšie. V minulom roku vzrástol podľa rýchleho odhadu Národnej banky SR hrubý domáci produkt (HDP) Slovenska o 4,2 percenta a tento rok sa rast má dostať ešte vyššie (približne 4,3%)<sup>34</sup>.

Analytici sa zhodujú v tom, že už v tomto roku vzrastie slovenská ekonomika o viac ako 4 percentá a pri dobrom hospodárskom vývoji sa krajina pod Tatrami môže opäť stať ekonomickým lídrom regiónu. Za prudkým ekonomickým rastom bude v najbližších rokoch stáť opäť výroba automobilov. Koncom tohto roku sa spustla produkcia pri Nitre budovaného závodu automobilky Jaguar Land Rover. Zároveň sa naplno rozbehne výroba nových modelov bratislavského Volkswagen Slovakia, trnavského PSA Peugeot Citroën Slovakia a žilinskej Kia Motors Slovakia. V minulom roku sa na Slovensku vyrobil viac ako jeden milión automobilov a pri plnom využití výrobných kapacít všetkých štyroch domácich závodov môže toto číslo už počas tohto roka 2019 stúpnuť na 1,3 milióna.

Prichádzajúci ekonomický rast môže ohroziť vystúpenie Veľkej Británie z Európskej únie a americkým prezidentom Donaldom Trumpom pretláčaný protekcionizmus.

---

<sup>34</sup> TASR. *Týždenník trend* [elektronický zdroj]. Bratislava, 2018 [cit. 2019-03-03]. Dostupné na: <https://www.etrend.sk/ekonomika/buducnost-vyzera-podla-nbs-lepsie-slovenska-ekonomika-porastie-o-vyse-4-percenta.html>

## Vývoj inflácie

Slovensko zaznamenalo v rokoch 2014 až 2016 defláciu, ceny tovarov a služieb tak v priemere klesali. V roku 2016 dosiahla inflácia záporné číslo, a to -0,5 %. NBS vo svojej poslednej prognóze znížila výhľad tohtoročnej inflácie na 2,6 %<sup>35</sup>. Spotrebiteľské ceny stúpili o 1,4 %, v júni oproti rovnakému obdobiu minulého roka rástli o 1 %. Za zrýchlením inflácie treba hľadať to, že oproti minulému roku začali opäť rásť ceny plynu. Taktiež to, že pokračoval dynamický rast cien potravín, či to, že si viac ľudí našlo prácu a viac míňali v obchodoch. Ceny rástli vo väčšine sledovaných kategórií. Ceny potravín rástli naposledy rýchlejšie v júli 2013, teda pred 4 rokmi. V medziročnom porovnaní potraviny zdraželi o 4,3 %. V ďalších dvoch rokoch, t. j. v období rokov 2020 a 2021 by tempo rastu spotrebiteľských cien malo na Slovensku zrýchľovať. Inflácia by sa mala držať na úrovni okolo 1,5 percenta, respektíve tesne nad touto úrovňou aj počas nasledujúcich mesiacov roka. Rast cien by mali nahor tlačiť najmä rastúce ceny potravín a zotavujúca sa dopytová inflácia, keď silný trh práce a zlepšujúca sa spotrebiteľská dôvera budú ďalej tlačiť na rast spotreby slovenských domácností.

## Vývoj nezamestnanosti

Miera nezamestnanosti na Slovensku sa medziročne znížila o 1,8 percentuálneho bodu na 9,6 %. Z hľadiska vekovej štruktúry tvorili najpočetnejšiu skupinu nezamestnaných osoby vo veku 35 až 49 rokov s počtom 84,9 tisíce osôb a podielom 33,6 % na celkovej nezamestnanosti. Medziročne klesol počet nezamestnaných vo všetkých vekových kategóriách, najvýraznejšie vo vekovej skupine 25 až 34 ročných (o 14,1 tisíce osôb). Nezamestnaní, ktorí ešte nikdy nemali zamestnanie, tvorili 23,5 % z celkovej nezamestnanosti. Z hľadiska ekonomickej činnosti posledného zamestnávateľa najviac osôb naposledy pracovalo v priemysle (18,6 %). V tomto odvetví bol zároveň najvýraznejší pokles nezamestnanosti (o 18,3 tisíce osôb). Podľa NBS prekonáva zamestnanosť očakávania. Pracovné miesta pribúdajú najmä v službách, v ktorých sa prejavuje reálna kúpyschopnosť z bezinflačného obdobia.

---

<sup>35</sup> TASR. *Týždenník trend* [elektronický zdroj]. Bratislava, 2018 [cit. 2019-03-03]. Dostupné na: <https://www.etrend.sk/ekonomika/buducnost-vyzera-podla-nbs-lepsie-slovenska-ekonomika-porastie-o-vyse-4-percenta.html>

### 3.4 Stanovenie hodnoty podniku podnikateľskou metódou s využitím princípu going concern

Pri stanovení všeobecnej hodnoty spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. bude použitá podnikateľská metóda pri časovo neobmedzenej životnosti podniku z nasledujúcich dôvodov:

- spoločnosť nám predložila finančný plán, pričom spoločnosť predpokladá dosahovanie kladného výsledku v budúcnosti,
- majetková metóda by príslušným spôsobom nezohľadnila budúce naplánované zisky a výnosy spoločnosti, pričom je veľmi statická, z tohto dôvodu bola použitá podnikateľská metóda stanovenia všeobecnej hodnoty spoločnosti,
- všetky informácie potrebné pre použitie podnikateľskej metódy pri neobmedzenej životnosti boli doložené.

Všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená podnikateľskou metódou pri časovo neobmedzenej životnosti podniku sa stanoví takto:

$$V\check{S}H_P = H_{OZ} + H_T \quad [€],$$

kde

$V\check{S}H_P$  – všeobecná hodnota podniku a častí podniku, ktorá je stanovená podnikateľskou metódou [€],

$H_{OZ}$  – všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [€],

$H_T$  – trvalá hodnota (pokračujúca) [€].

#### **Výpočet všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov:**

##### **Podklady k výpočtu:**

**Úročený požičaný kapitál** – vyhláška MS SR č. 492/2004 Z.z. v znení neskorších predpisov jasne hovorí o úročenom požičanom kapitáli. Spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s. neeviduje k 31.12.2018 žiaden úročený požičaný kapitál. Pri výpočte kapitálovej štruktúry vychádzame zo skutočnej kapitálovej štruktúry, pričom podiel úročených cudzích zdrojov stanovujeme vo výške: **0,00 %**.

**Vlastný kapitál** – vlastným kapitálom je v zmysle Vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z.z. chápané vlastné imanie. Výška vlastného kapitálu spoločnosti je k 31.12.2018 evidovaná

na úrovni 305.834,- Eur. Pri výpočte miery kapitalizácie budeme vychádzať zo skutočnej kapitálovej štruktúry spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. pričom podiel vlastného imania stanovujeme vo výške: **100,00 %**.

**Náklady na požičaný kapitál** – k dátumu ohodnotenia spoločnosť neeviduje žiaden úročený požičaný kapitál, preto s nákladmi na požičaný kapitál v ďalších výpočtoch neuvažujeme.

**Náklady na vlastný kapitál** – náklady na vlastný kapitál sú stanovené prostredníctvom modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Náklady vlastného kapitálu ( $C_e$ ) alebo inými slovami výnos požadovaný poskytovateľmi vlastného kapitálu bol v súlade s metodikou oceňovania kapitálových aktív (CAPM) stanovený nasledovne:

$$C_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SCP + AP$$

kde:

$R_f$  je bezriziková sadzba,

$R_m$  je očakávaný priemerný výnos na kapitálovom trhu,

$(R_m - R_f)$  je priemerná riziková prirážka kapitálového trhu požadovaná investormi ako kompenzáciu za investovanie do rizikových cenných papierov,

$\beta$  je faktor beta, odrážajúci výšku systematického rizika konkrétnej investície v pomere k riziku portfólia všetkých rizikových investícií,

SCP je prirážka odzrkadľujúca veľkosť spoločnosti a

AP je dodatočná prirážka reflektujúca jedinečné riziká.

Z hľadiska použitej metodiky bolo potrebné stanoviť výšku nákladov na vlastný kapitál pre spoločnosť, pričom boli použité nasledujúce zdroje informácií a vstupné hodnoty.

#### Parametre ovplyvňujúce náklady na vlastný kapitál

| Položka                  | Komentár                                                                                                                                  | Spôsob určenia                                                                |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| Bezriziková sadzba       | Výnos požadovaný investormi pri investícii do bezrizikového instrumentu                                                                   | Priemerná výnosnosť štátneho dlhopisu, ISIN SK4120012691                      |
| Prémia kapitálového trhu | Dodatočný výnos požadovaný investormi pri investícii do tzv. trhového portfólia; takýto výnos zohľadňuje aj kompenzáciu za riziko krajiny | Prémie kapitálových trhov pre jednotlivé krajiny (Damodaran)                  |
| Beta                     | Parameter relatívneho rizika v porovnaní s rizikom trhového portfólia                                                                     | Beta pre odvetvie Real Estate                                                 |
| Prirážka za veľkosť      | Výnos požadovaný investorom v závislosti od veľkosti spoločnosti                                                                          | 0,8-násobok prémie kapitálového trhu                                          |
| Dodatočná prirážka       | Zhodnotenie dodatočných rizík spoločnosti                                                                                                 | Dodatočná prirážka na úrovni 15,00% z dôvodu:<br>- obchodného rizika – 5,0 %, |

|  |  |                                                                                                                    |
|--|--|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  | - finančného rizika – 5,0 %,<br>- rizika nesplnenia finančného plánu – 2,5 % a<br>- opatrnostnej prirážky – 2,5 %. |
|--|--|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

Zdroj: OENB, Damodaran, Ibbotson Associates

Pri hodnote  $\beta$  sme vychádzali zo sektorových koeficientov beta, ktoré sú publikované odbornou literatúrou. Keďže ide o spoločnosť zaoberajúcou sa prenájmom nehnuteľností, stanovujeme hodnotu nezadlženého koeficientu beta vo výške 0,54 (zdroj: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) – odvetvie Real Estate (general)).

Sadzba dane z príjmov právnických osôb platná k dátumu ohodnotenia (31.12.2018) je 21 %.

Obrázok č.2: Výsledky emisií štátnych dlhopisov– ŠD 232 C:

| Výsledky aukcie Štátnych dlhopisov ŠD 232 C         |                                                                                                    |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Názov emitenta                                      | Ministerstvo financií Slovenskej republiky,<br>Štefanovičova 5, 817 82 Bratislava<br>IČO: 00151742 |
| ISIN                                                | SK4120012691                                                                                       |
| Dátum splatnosti                                    | 09.03.2037                                                                                         |
| Dátum aukcie                                        | 20.11.2017                                                                                         |
| Dátum vydávania                                     | 22.11.2017                                                                                         |
| <b>KONKURENČNÁ ČASŤ AUKCIE</b>                      |                                                                                                    |
| CELKOVÝ DOPYT (EUR)                                 | 475 500 000                                                                                        |
| Priemerný požadovaný výnos do splatnosti (% p. a.)  | 1,6622                                                                                             |
| Maximálny požadovaný výnos do splatnosti (% p. a.)  | 1,8129                                                                                             |
| AKCEPTOVANÝ DOPYT (EUR)                             | 99 000 000                                                                                         |
| Minimálny akceptovaný výnos do splatnosti (% p. a.) | 1,6249                                                                                             |
| Priemerný akceptovaný výnos do splatnosti (% p. a.) | 1,6326                                                                                             |
| Maximálny akceptovaný výnos do splatnosti (% p. a.) | 1,6374                                                                                             |
| Minimálna akceptovaná cena (%)                      | 103,9000                                                                                           |
| Priemerná akceptovaná cena (%)                      | 103,9809                                                                                           |
| Maximálna akceptovaná cena (%)                      | 104,1100                                                                                           |
| <b>NEKONKURENČNÁ ČASŤ AUKCIE</b>                    |                                                                                                    |
| Suma k dispozícii (EUR)                             | 24 900 000                                                                                         |
| Celkový dopyt (EUR)                                 | 7 500 000                                                                                          |
| Priemerná cena (%)                                  | 103,9809                                                                                           |
| SÚHRNNÁ AKCEPTOVANÁ SUMA (EUR)                      | 106 500 000                                                                                        |

zdroj: [www.ardal.sk](http://www.ardal.sk)

### Výpočet nákladov vlastného kapitálu

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| Bezriziková sadzba       | 1,6326 % |
| Prémia kapitálového trhu | 6,06 %   |
| Nezadlžená Beta          | 0,54     |
| Prirážka za veľkosť      | 4,848 %  |
| Dodatočná prirážka       | 15 %     |

$$C_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SCP + AP = 1,6326 + 0,54 * 6,06 + 4,848 + 15,00 = 24,75 \%$$

Miera kapitalizácie je jedným z rozhodujúcich faktorov vplývajúcich na výslednú hodnotu. Používa sa na od úročenie budúcich príjmov, teda budúcich odčerpateľných zdrojov. Na Slovensku sa v zmysle platnej legislatívy v súčasnosti používa výpočet miery kapitalizácie metódou WACC, teda priemerných nákladov na jednotlivé zložky kapitálu. Pracujeme s platnou daňovou sadzbou a nie efektívnou daňovou sadzbou, teda pri ohodnotení uplatníme sadzbu 21% (platná sadzba dane z príjmov PO na rok 2018).

**Výpočet miery kapitalizácie je potom nasledovný:**

$$i = (1 - 0,21) * 0,00 * 0,00 + 24,75 * 1,00 = \mathbf{24,75 \%}$$

Pri výpočte trvale udržateľnej miery rastu boli spracované tri varianty výpočtu:

1. Predpokladaná miera inflácie na rok 2019 je na úrovni 2,40 %. Ide o posledný odhad.
2. Pristúpili sme k analýze historického vývoja tržieb za obdobie 2014 – 2018.

Tabuľka č.9: Vývoj tržieb spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka                           | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | Priemer |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------|
| Tržby za vlastné výrobky a služby | 309 071    | 394 453    | 284 239    | 293 762    | 337 249    | 1,0446  |
| Medziročná zmena                  |            | 1,2763     | 0,7206     | 1,0335     | 1,1480     |         |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Daňových priznaní spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s za obdobie 2014 až 2018

Analýzou historického vývoja tržieb sme zistili, že tržby za sledované obdobie v priemere rástli o **4,46 %**.

3. Pristúpili sme k analýze prognózovaného vývoja tržieb z finančného plánu na nasledujúcich 7 rokov – obdobie 2019 až 2025.

Tabuľka č.10: Prognóza vývoja tržieb spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka                           | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | Priemer |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tržby za vlastné výrobky a služby | 343 993 | 350 873 | 357 891 | 365 049 | 372 350 | 379 797 | 387 393 | 1,0200  |
| Medziročná zmena                  |         | 1,0200  | 1,0200  | 1,0200  | 1,0200  | 1,0200  | 1,0200  |         |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa finančného plánu spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s na obdobie 2019 až 2025

Analýzou predpokladaného vývoja tržieb sme zistili, že tržby za prognózované obdobie by mali priemerne rásť o **2,00 %** ročne.

Pri spoločnostiach, kde je budúci rast zjavný, je trvalo udržateľná miera rastu využívaná na úrovni 2 – 3 %. Vzhľadom na zachovanie princípu opatrnosti stanovujeme trvalo udržateľnú mieru rastu na úrovni **1,50 %**.

Ďalšie položky vstupujúce do výpočtu odčerpateľných zdrojov v prípade výpočtu cash-flow nepriamou metódou sú okrem výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení aj odpisy, investície a zmena pracovného kapitálu. Nákladové úroky do výpočtu nevstupujú, keďže ide o model DCF entity, kde sú úročené cudzie zdroje odpočítané v závere ohodnotenia. Výpočty sú realizované v Eur, pričom všetky vstupy aj výstupy sú zadávané v eurách. Pri výpočte odčerpateľných zdrojov budeme vychádzať z odhadovaného finančného plánu na roky 2019 až 2025.

**EBIT po zdanení** – pri výpočte odčerpateľných zdrojov budeme za roky 2019 až 2025 vychádzať z výsledku hospodárenia po zdanení uvedeného vo finančnom pláne, pričom uplatníme aktuálnu sadzbu dane z príjmov (21%).

**Odpisy a Investície** – odpisy a investície za roky 2019 až 2025 budú prevzaté z finančného plánu. S väčšími investíciami spoločnosť neuvažuje.

Tabuľka č.11: Prognóza vývoja odpisov a investícií spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Odpisy     | 29 919 | 32 845 | 34 236 | 34 479 | 34 687 | 34 865 | 35 018 |
| Investície | 0      | 26 793 | 40 167 | 35 513 | 35 574 | 35 626 | 35 671 |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa finančného plánu spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s na obdobie 2019 až 2025

**Prírastok pracovného kapitálu (investície v rámci pracovného kapitálu)** – prírastok pracovného kapitálu za roky 2018 až 2025 boli prevzaté z finančného plánu.

Tabuľka č.12: Prírastok pracovného kapitálu spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka                    | 2018       | 2019           | 2020         | 2021          | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         |
|----------------------------|------------|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                            | skutočnosť | odhad          | odhad        | odhad         | odhad        | odhad        | odhad        | odhad        |
| Finančné účty              | 104 741    | 157 039        | 159 305      | 152 494       | 152 730      | 153 211      | 153 907      | 154 794      |
| Krátkodobé pohľadávky      | 41 383     | 60 169         | 61 373       | 62 600        | 63 852       | 65 129       | 66 432       | 67 761       |
| Zásoby                     | 923        | 2 700          | 2 700        | 2 700         | 2 700        | 2 700        | 2 700        | 2 700        |
| Časové rozlíšenie (aktíva) | 17         | 17             | 17           | 17            | 17           | 17           | 17           | 17           |
| Krátkodobé záväzky         | 101 793    | 11 546         | 11 651       | 11 846        | 12 106       | 12 373       | 12 648       | 12 930       |
| Časové rozlíšenie (pasíva) | 0          | 0              | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Čistý pracovný kapitál     | 45 271     | 208 380        | 211 743      | 205 966       | 207 193      | 208 684      | 210 408      | 212 342      |
| <b>Prírastok ČPK</b>       |            | <b>163 109</b> | <b>3 363</b> | <b>-5 778</b> | <b>1 228</b> | <b>1 490</b> | <b>1 724</b> | <b>1 934</b> |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa finančného plánu spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s na obdobie 2019 až 2025

Prognóza **odčerpateľných zdrojov** je na základe hore uvedených východísk a navrhovaného finančného plánu nasledovná:

Tabuľka č.13: Prognóza odčerpateľných zdrojov spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka                       | 2019           | 2020           | 2021          | 2022          | 2023           | 2024           | 2025           |
|-------------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>VH po zdanení</b>          | 97 738         | 97 811         | 99 187        | 101 520       | 103 930        | 106 416        | 108 974        |
| Odpisy                        | 29 919         | 32 845         | 34 236        | 34 749        | 34 687         | 34 865         | 35 018         |
| Investície                    | 0              | 26 793         | 40 167        | 35 513        | 35 574         | 35 626         | 35 671         |
| Prírastok pracovného kapitálu | 163 109        | 3 363          | -5 778        | 1 228         | 1 490          | 1 724          | 1 934          |
| <b>Odčerp. zdroje</b>         | <b>-35 452</b> | <b>100 499</b> | <b>99 034</b> | <b>99 258</b> | <b>101 553</b> | <b>103 930</b> | <b>106 387</b> |

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa finančného plánu spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s na obdobie 2019 až 2025

V období 2026 uvažujeme s odčerpateľnými zdrojmi na úrovni obdobia 2025.

Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov za obdobie 2019 – 2025 pri vypočítanej miere kapitalizácie je nasledovná:

Tabuľka č.14: Výpočet všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka                                 | 2019    | 2020    | 2021   | 2022   | 2023    | 2024    | 2025    |
|-----------------------------------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| „Vzdialenosť od dátumu ocenenia“ (roky) | 1       | 2       | 3      | 4      | 5       | 6       | 7       |
| Diskontný faktor                        | 0,802   | 0,643   | 0,515  | 0,413  | 0,331   | 0,265   | 0,212   |
| Odčerpateľné zdroje                     | -35 452 | 100 499 | 99 034 | 99 258 | 101 553 | 103 930 | 106 387 |
| Súčasná hodnota odčerpateľných zdrojov  | -28 417 | 64 575  | 50 976 | 40 954 | 33 587  | 27 553  | 22 595  |

Zdroj: Vlastné spracovanie

Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov za obdobie 2019 - 2025 je pri vypočítanej miere kapitalizácie **24,75 %** je vo výške **211 823 EUR**.

Pokračujúcu hodnotu získame dosadením hodnôt podľa vzorca:

$$H_T = \frac{OZ_{t+1}}{i - g} * \frac{1}{(1 + i)^n} = \frac{106\,387}{0,2475 - 0,015} * 0,2127 = 97\,286 \text{ EUR}$$

Tabuľka č.15: Výpočet všeobecnej hodnoty spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s:

| Položka                                                                                                         | VŠH v Eur      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| Všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov                                                                        | 211 823        |
| Pokračujúca hodnota                                                                                             | 97 286         |
| VŠH podniku vypočítaná podnikateľskou metódou s využitím princípu going concern                                 | 309 109        |
| <b>VŠH podniku vypočítaná podnikateľskou metódou s využitím princípu going concern zaokrúhlene<sup>36</sup></b> | <b>309 000</b> |

Zdroj: Vlastné spracovanie

Výsledná všeobecná hodnota spoločnosti INTEME Slovakia, v.o.s. je po zaokrúhlení k dátumu 31.12.2018 vo výške **309 000 EUR**.

<sup>36</sup> Zaokrúhlenie v zmysle Prílohy č. 5 k vyhláške č. 490/2004 Z. z., ktorou sa vykonáva zákon č. 382/2004 Z. z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch a o zmene a doplnení predpisov č. 500/2005 Z.z., č. 534/2008 Z.z., č. 33/2009 Z.z.

## Záver

Hlavným cieľom našej diplomovej práce bolo stanovenie hodnoty podniku podnikateľskou metódou s využitím princípu going concern. Tento cieľ považujeme za splnený. Použili sme postup používaný aj v znaleckej praxi a dodržali legislatívny postup v zmysle platnej legislatívy. Na splnenie tohto hlavného cieľa sme si zvolili súbor parciálnych cieľov, ktoré nám ho pomohli zrealizovať.

V kapitole výsledky práce a diskusia sme aplikovali konkrétny postup ohodnotenia na spoločnosť INTEME Slovakia, v.o.s.. Spoločnosť pôsobí na trhu zdravotníckej techniky a prenájmu nehnuteľností už takmer 30 rokov. Hlavným trhom je územie Slovenskej republiky.

Pred samotným ohodnotením sme vykonali finančnú analýzu (Altmanovo Z-skóre, index bonity, ukazovatele likvidity, aktivity, zadlženosti a rentability) a makroekonomickú analýzu prostredia (vývoj HDP, inflácie a nezamestnanosti). Zistili sme, že podnik má predpoklady na fungovanie v budúcnosti a dosahovania kladných odčerpateľných zdrojov, čo nám umožnilo použitie podnikateľskej metódy pri neobmedzenej životnosti podniku.

Pristúpili sme teda k samotnému stanoveniu hodnoty podniku. Začali sme výpočtom všeobecnej hodnoty odčerpateľných zdrojov. Na jej stanovenie sme museli najprv vypočítať mieru kapitalizácie (úrokovú mieru pomocou modelu WACC). Tá nám vyšla 24,75 % a samotná všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov tak dosiahla hodnotu 211 823 EUR.

Ďalším krokom bol výpočet pokračujúcej hodnoty, ktorú sme vyčíslili na 97 286 EUR. Sčítaním týchto dvoch hodnôt a zaokrúhlením v zmysle platnej vyhlášky sme dospeli k záveru, že výsledná všeobecná hodnota spoločnosti je k 31.12.2018 vo výške **309 000 EUR**.

## Zoznam použitej literatúry

### Knižné zdroje:

1. BERK, Jonathan – DEMARZO Peter. *Corporate finance*. 3. vyd. Boston: Pearson, 2013, 1144 s. ISBN 978-013-2992-473.
2. BRIGHAM, Eugene - HOUSTON, John. *Fundamentals of Financial Management*. 13.vyd. Boston: Cengage Learning, 2014. 816 s. ISBN 978-0538482127.
3. DAMODARAN, Aswath. *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. 1. vyd. New York: Columbia University Press, 2017, 296 s. ISBN 978-0231180481.
4. GRUNWALD, Richard – HOLEČKOVÁ, Jana. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2017. 318 s. ISBN 978- 80-86929-26-2.
5. HARUMOVÁ, Anna a kol. *Stanovenie hodnoty podniku*. 2. vyd. Bratislava: Iura Edition s.r.o., 2012. 499 s. ISBN 978-80-8078-224-5.
6. HEČKOVÁ, Jana. *Podnikové financie*. 3.vyd. Prešov: Prešovská univerzita v Prešove, 2017. 257 s. ISBN 978-80-8068-689-5.
7. HITCHNER, Jonathan. *Financial Valuation: Applications and Models*. 3. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011, 122 s. ISBN 978-0470506875.
8. JANOK, Milan. *Ukazovatele finančnej analýzy podniku*. 3. vyd. Bratislava: MIKA Konzult, 2012. 110 s. ISBN 80-967295-8-6.
9. JAKUBEC, Milan – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku*. 3. vyd. Bratislava: Kartprint, 2016. 284 s. ISBN 978-80-8168-460-9.
10. KOLLER, Tom et al. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5. vyd. Hoboken: N.J., 2016, 840 s. ISBN 978-047-0424-704.

11. KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 3. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2015, 264 s. ISBN 9788024728650.
12. MAŘIK, Miloš. *Metódy oceňování podniku*. 4. vyd. Praha: EKOPRESS, 2018, 550 s. ISBN 978-80-87865-38-5.
13. MELLEN, Chris – EVANS Frank. *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*. 3. vyd. New Jersey : John Wileys & Sons, 2013. 192 s. ISBN 978-0470604410.
14. PARKINSON, Adam. *Managerial Finance*. 2 vyd. New York: Routledge, 2014. 172 s. ISBN 978-1138426207
15. RISIUS, John. *Business valuation*. 3. vyd. Dallas : American Bar Association, 2015. 256 s. ISBN 978-1590317464.
16. ROSS, Stephen – WESTERFIELD Randolph. *Fundamentals of corporate finance*. 9. vyd. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2013, 492 s. ISBN 978-007-3382-395.
17. SABOLOVIČ, Milan. *Stanovení hodnoty podniku*. 2. vyd. Brno: Mendelova univerzita v Brne, 2013, 102 s. ISBN 978-80-7375-503-4.
18. SOUKUPOVÁ, Barbora – ŠLOSÁROVÁ, Anna – BAŠTINCOVÁ, Anna. *Účtovníctvo*. 2. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2004. 638 s. ISBN 80-8078-020.
19. SZILÁGYI, Maroš - SEDLÁKOVÁ, Ivana. *Ekonomické a právne aspekty stanovenia všeobecnej hodnoty podniku*. 1.vyd. Žilina: EDIS, 2012. 248 s. ISBN 80-7100-976-8.
20. VERNIMMEN, Pierre – QUIRY, Pascal. *Corporate finance: theory and practice*. 4. vyd. Hoboken: Wiley, 2014. 923 s. ISBN 1118849337.
21. VLACHYNSKÝ, Karol. *Podnikové financie*. 2.vyd. Bratislava: IURA EDITION, 2015. 524 s. ISBN 9788080782580.

22. ZALAI, Karol. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. 8. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2014. 482 s. ISBN 978-80-89393-15-2.

#### **Časopisecké publikácie:**

1. KNAPCOVÁ, Anna - KOŠÁBKOVÁ, Lucia. Konkurenčná schopnosť, hodnota pre zákazníka a trhovú hodnotu podniku. In *Znalectvo: v odboroch Stavebníctvo a Podnikové hospodárstvo*. ISSN 1335-809X, 2014, roč. 14, č. 1, s. 13

#### **Elektronické zdroje:**

1. International Valuation Standards. [cit. 2019-03-03]. Dostupné na: <https://www.ivsc.org/about>
2. International Valuation Standards. [cit. 2019-03-03]. Dostupné na: <https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>

#### **Legislatívne zdroje:**

1. Predpis č. 492/2004 Z.z. Vyhláška Ministerstva spravodlivosti SR o stanovení všeobecnej hodnoty majetku
2. Predpis č. 605/2008 Z.z. Vyhláška Ministerstva spravodlivosti SR o stanovení všeobecnej hodnoty majetku