

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

Evidenčné číslo: 104002/I/2021/36097107976531716

**VÝNOSOVÉ METÓDY STANOVENIA VŠEOBECNEJ HODNOTY PODNIKU
A ICH UPLATNENIE V ZNALECTVE**

Diplomová práca

2021

Bc. Monika Vasil'ová

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU**

**VÝNOSOVÉ METÓDY STANOVENIA VŠEOBECNEJ
HODNOTY PODNIKU A ICH UPLATNENIE V
ZNALECTVE**

Diplomová práca

Študijný program: manažment a ekonomické znanectvo

Študijný odbor: ekonomika a manažment

Školiace pracovisko: Katedra podnikovohospodárska

Vedúci záverečnej práce: Ing. Milan Kubica, PhD.

Bratislava 2021

Bc. Monika Vasil'ová

Čestné vyhlásenie

Čestné vyhlasujem, že diplomovú prácu s názvom: Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a ich uplatnenie v znalectve, som vypracovala samostatne, a že som uviedla všetku použitú literatúru.

Dátum

Podpis študenta

Pod'akovanie

Pod'akovanie patrí môjmu školiteľovi záverečnej práce Ing. Milanovi Kubicovi, PhD. za poskytnuté odborné rady, usmernenia, pomoc a spoluprácu. Ďalej pod'akovanie patrí spoločnosti Littlefinger, s.r.o. za ochotu pomôcť pri poskytnutí informácii a zodpovedaní mojich otázok.

ABSTRAKT

VASILOVÁ, Monika: *Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a ich uplatnenie v znalectve* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu, Katedra podnikovohospodárska. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Milan Kubica, PhD. – Bratislava: FPM EU, 2021, 87s.

Hlavným cieľom diplomovej práce je oboznámiť sa na základe teoretických poznatkov s danou problematikou a poskytnúť ucelený pohľad na výpočet stanovenia všeobecnej hodnoty podniku pomocou výnosových metód. Práca je rozdelená na päť kapitol. Prvá kapitola sa venuje charakteristike základných pojmov a vybraných metód, ktoré sa využívajú pri ohodnocovaní podniku. V druhej kapitole sú stanovené ciele diplomovej práce. Metodika práce s objektom skúmania sú popísané v tretej kapitole. Praktická časť práce začína štvrtou kapitolou, v ktorej sa hodnotí finančná situácia podniku, okolie v ktorom pôsobí, prognózuje sa finančný plán a na záver sa stanoví všeobecná hodnota konkrétneho podniku. Záverečná piata kapitola obsahuje súhrnný pohľad na podnik na základe realizovaných výpočtov s návrhmi na zlepšenie.

Kľúčové slová: výnosové metódy, všeobecná hodnota podniku, finančný plán, cash flow

ABSTRACT

VASILOVÁ, Monika: Yield method of determining the general value of a company and their application in expertise. – University of Economics in Bratislava. Faculty of business management: Department of Entrepreneurship. Thesis advisor: Ing. Milan Kubica, PhD. – Bratislava: FPM, 2021. 87p.

The main objective of this diploma thesis is to take closer look based on theoretical knowledge about this problematic and offer comprehensive look about calculation of general value of company with help of yield methods. Thesis is split on five chapters. First chapter is about characteristic of basic terms and methods, that are used in evaluation of company. In second chapter are the goals of diploma thesis. Work methodology with object of research are in third chapter. Practical part of thesis begin in fourth chapter in witch is taking measure of financial situation of company, enviroment of activity, prognosis of financial plan and on the end of this process state general value of company. The final fifth chapter contains general look at company based on realized calculations with plans for improvement.

Key words: yield methods, general value, financial plan, cash flow

Obsah

Úvod.....	9
1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	11
1.1. Definícia podniku.....	11
1.2. Hodnota podniku.....	11
1.3. Zásady pri ohodnocovaní podniku.....	14
1.4. Dôvody ohodnocovania podniku.....	15
1.5. Postup ohodnocovania podniku.....	16
1.6. Základné výnosové metódy ohodnotenia podniku.....	17
1.6.1. Metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF).....	18
1.6.2. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov.....	27
1.6.3. Metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA).....	29
1.6.4. Dividendovo diskontné modely (DDM).....	31
1.7. Metódy ohodnotenia podniku.....	34
1.7.1. Majetkové metódy (substančné).....	35
1.7.2. Porovnávací metóda.....	38
1.7.3. Kombinovaná metóda.....	40
2. Cieľ práce.....	43
3. Metodika práce a metódy skúmania.....	44
3.1. Charakteristika skúmaného objektu.....	44
3.2. Pracovné postupy, spôsob získavania údajov a použité metódy.....	45
4. Výsledky práce.....	46
4.1. Finančno-ekonomická analýza.....	46
4.1.1. Analýza ex post.....	46
4.1.2. Analýza ex ante.....	52
4.2. Makroekonomická analýza.....	56
4.2.1. Vývoj HDP.....	56
4.2.2. Vývoj nezamestnanosti.....	57
4.2.3. Vývoj inflácie.....	58
4.2.4. Predikcia.....	60
4.3. Sektorová analýza odvetvia.....	60
4.3.1. SWOT analýza.....	61
4.3.2. Vývoj finančných ukazovateľov v odvetví.....	64
4.3.3. Vývoj stavebnej produkcie v SR.....	65
4.4. Finančný plán.....	67
4.5. Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku.....	75

4.5.1	Trvale udržateľná miera rastu (g) odčerpateľných zdrojov	75
4.5.2	Výpočet miery kapitalizácie.....	75
4.5.3	Výpočet odčerpateľných zdrojov	76
4.5.4	Výpočet všeobecnej hodnoty pomocou DCF entity	77
4.5.5	Výpočet všeobecnej hodnoty pomocou DCF equity.....	78
4.5.6	Výpočet všeobecnej hodnoty pomocou metódy kapitalizovaných čistých výnosov	78
5.	Diskusia.....	80
	Záver	83
	Zoznam tabuliek.....	84
	Zoznam grafov	84
	Zoznam použitej literatúry	85

Úvod

V minulosti sa práca znalcov využíva najmä v súdnom lekárstve, súdnom inžinierstve alebo napríklad pri rôznych súdnych sporoch v trestnoprávnom konaní. Stanovovanie hodnoty podniku nebolo využívané vo veľkej miere. Prechodom slovenskej ekonomiky na otvorenú a trhovo orientovanú začala narastať potreba stanovovania všeobecnej hodnoty podniku, predovšetkým pri kúpe a predaji podniku ale rovnako dôležité je to aj pri akvizíciách, fúziách, ak do spoločnosti vstupuje nový investor, keď podnik žiada o úver alebo sa rozhodne zmeniť právnu formu.

Práca znalca je rozsiahla a komplexná, preto je dôležité zvoliť správnu metódu a správny postup pri ohodnocovaní. Rovnako dôležité je tiež postupovať podľa právnych predpisov. Na Slovensku je ohodnocovanie podniku regulované vyhláškou ministerstva spravodlivosti č. 492/2004 Z.z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku. Pred splnením týchto podmienok alebo pred procesom samotného ohodnocovania je potrebné získať všetky dostupné informácie o podniku.

Úlohou znalca pri ohodnocovaní podniku nie je len vypočítať hodnotu pomocou vzorcov ale zodpovedne posúdiť perspektívu daného podniku.¹

V diplomovej práci, ako aj jej názov napovedá sa najviac zaoberáme výnosovými metódami, ktoré sú najčastejšie využívané pri ohodnocovaní podniku. Diplomová práca je rozdelená na dve hlavné časti, a to teoretickú a praktickú, ktoré obsahujú dokopy 5 kapitol.

V teoretickej časti pracujeme s poznatkami, ktoré boli získané z rôznych knižných, ale aj elektronických zdrojov. Venujeme sa základným pojmom, dôvodom, zásadám a postupom pri ohodnocovaní. Ďalej sme popísali niektoré z metód využívaných pri ohodnocovaní podnikov. Najrozsiahlejší podiel na teoretickej časti majú výnosové metódy, ktoré sme následne využili pri výpočtoch v praktickej časti práce. V druhej a tretej kapitole sa venujeme cieľu a metodike práce a skúmanému objektu, ktorým je podnik Littlefinger, s.r.o.

V praktickej časti, ktorá začína štvrtou kapitolou zhodnotíme finančnú situáciu podniku a prostredie, v ktorom pôsobí a zostavíme finančný plán. Následne pomocou výnosových metód stanovíme hodnotu podniku. Piata kapitola, ktorá je zároveň poslednou

¹ MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4., upr. A rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, ISBN 978-80-87865-38-5.

sa venuje diskusii, kde zhodnotíme výsledky našich výpočtov a situáciu podniku, prípadne ak je to nutné navrhujeme riešenie nedostatkov.

1. Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1. Definícia podniku

Existuje mnoho odborných definícií podniku, avšak pre znaleckú prax by malo byť najpodstatnejšie dodržiavanie zákona, preto je porozumenie tohto pojmu veľmi dôležité. Uvedieme ako definuje podnik obchodný zákonník a vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky. Podľa obchodného zákonníka je podnikom „súbor hmotných, ako aj osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku patria veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku alebo vzhľadom na svoju povahu majú tomuto účelu slúžiť.“² Podľa vyhlášky Ministerstva vnútra sa podnikom rozumie „veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku, alebo vzhľadom na svoju povahu majú na tento účel slúžiť.“³

1.2. Hodnota podniku

Pri ohodnocovaní podniku sú základnými pojmami hodnota podniku a cena podniku. Tieto pojmi sa však mnohokrát zamieňajú ale pri problematike ohodnocovanie podniku je dôležité ich správne pochopenie.

Výsledkom pri ohodnocovaní podniku je jeho hodnota, ktorá predstavuje základ na cenové rokovanie. Následne je cena potvrdená kupujúcim a predávajúcim pri predaji. Preto hodnota podniku nie je rovnaká s jeho cenou, ako je to pri iných tovaroch.

Cena, za ktorú je podnik predaný je ovplyvnená množstvom faktorov, ako napríklad: časová tieseň, osobné vzťahy medzi predávajúcim a kupujúcim, psychologické faktory a mnoho iného.⁴

Hodnota je subjektívna veličina, ktorá je len názorom daného subjektu, a to buď:

- najpravdepodobnejšia cena, ktorá sa má zaplatiť za majetok pri výmene alebo,
- ekonomické výhody plynúce z vlastníctva aktív.

² Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov. § 5

³ Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky o stanovení všeobecnej hodnoty podniku 492/2004.

⁴ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

Hodnota je hypotetická cena, a hypotéza, na základe ktorej sa odhaduje hodnota je určená účelom ohodnotenia. Hodnota pre majiteľa podniku je odhad výhod, ktoré by konkrétnej strane plynuli z vlastníctva.

„Hodnota sa vzťahuje vždy k dátumu ohodnotenia. Preto musí vychádzať z údajov, ktoré sú aktuálne v danom období. Aby bolo ohodnotenia správne je dôležité, aby sa zachytila dynamika vývoja podniku.“⁵

Cena je suma, ktorá je buď ponúknutá, požadovaná alebo zaplatená za majetok. Vďaka motivácii, finančným možnostiam alebo iným osobitným záujmom kupujúceho alebo predávajúceho sa zaplatená cena môže odlišovať od hodnoty.⁶

Z hľadiska podniku sa ohodnocuje na dvoch hladinách hodnoty:

- hodnota entity: vyjadruje hodnotu podniku ako celku, na úrovni vlastníkov aj veriteľov,
- hodnota equity: vyjadruje ocenenie podniku na úrovni vlastníkov, teda vyjadruje hodnotu kapitálu, ktorý do podniku vložili vlastníci.⁷

Dôvodov, prečo sa podnik oceňuje je mnoho, medzi najčastejšie patrí predaj alebo kúpa podniku, splynutie alebo zlúčenie podnikov, poskytnutie úveru, vstup na burzu a iné. Podľa dôvodu, na základe ktorého sa podnik ohodnocuje je vhodné zvoliť prístup k oceneniu, a teda kategóriu hodnoty. Uvádzajú sa štyri základné kategórie hodnoty - subjektívna hodnota, trhovú hodnotu, objektivizovaná hodnota a kolínska škola.⁸

Subjektívna hodnota

Subjektívna hodnota nazývaná, aj ako investičná hodnota je podľa medzinárodných oceňovacích štandardov definovaná, ako „ hodnota majetku pre vlastníka alebo potenciálneho vlastníka pre jednotlivé investičné ciele.“⁹ Investičná hodnota podniku nemusí byť rovnaká s jeho trhovou hodnotou. Rozdiely v hodnotách sú motiváciou pre

⁵ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016.(s.22) ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁶ INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International valuation standards 2011.[elektronický zdroj]. Dostupné na: http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf

⁷ MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4., upr. A rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, ISBN 978-80-87865-38-5.

⁸ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁹ INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International valuation standards 2011.[elektronický zdroj] [cit. 05.02.2021]. Dostupné na: http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf

kupujúcich alebo predávajúcich vstúpiť na trh. Môžeme teda povedať, že subjektívna hodnota predstavuje hodnotu z pohľadu konkrétneho investora alebo záujemcu.

Trhová hodnota

Trhová hodnota funguje podľa zásady, koľko je ochotný zaplatiť priemerný záujemca na trhu, predstavuje to teda hodnotu podniku z pohľadu trhu. Medzinárodné oceňovacie štandardy definujú trhovou hodnotu nasledovne: „odhadovaná suma, za ktorú by mal byť majetok vymenený v deň ocenenia medzi ochotným kupujúcim a predávajúcim v nezávislej transakcii, kde obidve strany konali vedome a bez nátlaku.“¹⁰ Pri trhovej hodnote sa počíta s fungujúcim trhom, a ide len o odhad, preto táto veličina nie je úplne objektívna.

Objektivizovaná hodnota

Keďže objektívna hodnota v reálnom svete neexistuje, tak odhadcovia alebo znalci sa upriamujú na objektivizovanú hodnotu. Definícia tejto hodnoty vychádza z nemeckých oceňovacích štandardov, kde je definovaná, ako „typizovaná a inými subjektmi preskúmateľná výnosová hodnota, ktorá je stanovená z pohľadu domácej osoby – vlastníka, neobmedzene podliehajúca daniam, pričom táto hodnota je stanovená za predpokladu, že podnik bude pokračovať v nezmenenom koncepte, pri využití realistických očakávaní v rámci trhových možností, rizík a ďalších vplyvov, pôsobiacich na hodnotu podniku.“¹¹

Kolínska škola

Kolínska škola je založená na subjektívnom postoji. Pri predaji alebo kúpe podniku je východiskom subjektívna hodnota konkrétneho predávajúceho, a rovnako subjektívna hodnota konkrétneho kupujúceho. Kolínska škola je založená na názore, že ocenenie nemá zmysel pretvárať podľa jednotlivých podnetov, ale na všeobecných funkciách ocenenia, ktoré slúžia užívateľovi jeho výsledkov. Všeobecnými funkciami sa podľa Kolínskej školy rozumie:

- funkcia poradenská: je najdôležitejšia, jej cieľom je poskytnúť informácie kupujúcemu o maximálnej a minimálnej cene.

¹⁰ INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International valuation standards 2011.[elektronický zdroj] [cit. 05.02.2021]. Dostupné na: http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf

¹¹ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. s. 27. ISBN 978-80-86929-67-5.

- funkcia komunikačná: cieľom je komunikácia s verejnosťou, najmä s bankami a investormi,
- funkcia rozhodcovská: základom tejto funkcie, je nájsť takú hodnotu, ktorá je prijateľná pre obe zúčastnené strany,
- funkcia argumentačná: je postavená na hľadaní vhodných argumentov, ktoré by zlepšili pozíciu danej strany,
- funkcia daňová: cieľom je dodať podklady pre daňové účely.¹²

1.3. Zásady pri ohodnocovaní podniku

Ako vieme ohodnocovanie podniku je vždy do istej miery subjektívne, preto kvôli zachovaniu čo najvyššej objektívnosti je potrebné dodržiavať určité zásady. Medzi najvýznamnejšie zásady patrí:

- zásada hospodársky rozumného riešenia: je potrebné vždy použiť najracionálnejšie riešenie, to znamená, že sa nemá podceňovať alebo preceňovať budúcnosť podniku, je potrebné zvoliť vhodnú metódu na ohodnocovanie, aby sa ohodnotením nezničila hospodárska funkcia podniku,
- zásada objektívneho hodnotenia: pri tejto zásade sa neberie ohľad na osobné pomery nadobúdateľa, to znamená, že je potrebné vylúčiť neprimerané okolnosti, ako napríklad: zaujatosť znalca, subjektivismus, protekcionizmus,
- zásada odôvodnenosti ohodnotenia: je potrebné aby ohodnotenie bolo vždy jasne formulované, a aby sa vždy dalo odôvodniť,
- zásada zachovania substancie: je potrebné pri ohodnocovaní zachovať pôvodný charakter a pôvodné určenie veci,¹³

Zásad, ktoré je potrebné pri ohodnocovaní dodržiavať je oveľa viac, napr:

- je nutné vykonať analýzu minulosti podniku, ktorý je ohodnocovaný,
- je potrebná neutrálnosť a nezávislosť,
- očakáva sa zachovanie substancie podniku,
- je potrebné odčleniť majetok, ktorý nie je potrebný na prevádzku,

¹² MAŘÍK, M. 1998. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2

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

- ku dňu ohodnotenia sa môže ohodnotiť len majetok, ktorý má podnik reálne k dispozícii,
- ohodnocovanie podniku sa musí vykonávať s určitým cieľom,
- aký bude výsledok ohodnotenia nie je možné určiť vopred,
- predmetom ohodnotenia môže byť podnik ako celok, alebo jeho časť, súbor vecí, práv..,
- ak sa podniky spoja je možné, že nastane synergický efekt, teda dôjde k zmene ich výnosovej sily.¹⁴

1.4. Dôvody ohodnocovania podniku

Na to, aby bolo možné vybrať vhodný model alebo metódu ohodnotenia podniku, je potrebné stanoviť, prečo je podnik ohodnocovaný. Dôvodov na ohodnocovanie podniku existuje mnoho, podľa Mlčocha ich môžeme rozdeliť podľa toho, či sa ocenenie deje z vôle vlastníka alebo nezávislé na vôli vlastníka.

Ohodnotenie z vôle vlastníka môže nastať:

- pri zmene vlastníckych práv (ako je predaj, rozdelenie, kúpa podniku),
- pri zmene stavu kapitálu alebo jeho štruktúry,
- pri zaistení úveru,
- pri uvedení podniku na burzu,
- pri ukončení podnikania (sanačné opatrenia alebo likvidácia).

Ohodnotenie nezávislé na vôli vlastníka môže nastať:

- pri ohodnotení majetkových účastí spoločníkov,
- pri ohodnotení pre účely zdanenia,
- pri ohodnocovaní v rámci žiadosti o úver.¹⁵

¹⁴ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80-8168- 460- 9.

¹⁵ Mlčoch, Jan. Oceňování podniku : ekonomické aspekty. Praha : Linde, 1998. ISBN 80-7201-145-6

1.5. Postup ohodnocovania podniku

Ako sme uviedli v predchádzajúcej podkapitole, prvým a zároveň veľmi podstatným krokom v procese ohodnocovania podniku je stanovenie dôvodu ohodnocovania podniku. Je potrebné zistiť, či sa má podnik ohodnotiť ako celok, alebo iba nejaká časť podniku a zároveň zhodnotiť, aká kategória hodnoty má byť výsledkom. Špecifikuje sa teda zadanie ohodnotenia a určí sa tím ľudí, ktorí na tom budú pracovať. Následným krokom je zhromaždenie dát, ktoré objasní fungovanie v podniku, ale aj mimo neho. Jedná sa o mikroekonomický a makroekonomický prieskum prostredia, v ktorom podnik funguje, pretože len na základe dostatočného množstva dát, je možné si urobiť správny obraz o fungovaní.

Nasleduje analýza dát spracovaním strategickej a finančnej analýzy, ktorá zhodnotí celkový stav podniku, aké je jeho postavenie, akú ma konkurenčnú silu, a či je schopný dlhodobo prežiť. Výber vhodnej metódy/modelu ohodnotenia je ďalším krokom. Vhodná metóda sa aplikuje podľa účelu, na aký sa podniku ohodnocuje. V praxi je vhodné, aby sa podnik ocenil viacerými metódami a následne sa vykoná ich porovnanie s cieľom overiť správnosť výsledku.

Ak sa podnik ocenil viacerými metódami je potrebné na záver vykonať syntézu výsledku, a určiť cieľ, k akému sa pri ohodnotení dospelo. Výsledkom tohto ohodnotenia je stanovenie hodnoty podniku k určitému dátumu. Je však potrebné zdôrazniť, že výsledná hodnota je aktuálna v danom období, keď sú zohľadnené všetky aktuálne dáta, ktoré sú k dispozícii. Preto, ak nastane dôvod vrátiť sa k výsledku ohodnotenia podniku za nejaký čas, je nutné preskúmať, či sa nezmenili zásadné skutočnosti vo fungovaní podniku, ktoré by mohli tento výsledok zmeniť, v takom prípade by vznikla potreba upraviť celý výpočet.

Pre zjednodušenie si celý postup ohodnocovania podniku ukážeme v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 1: postup pri ohodnocovaní podniku

Postup pri ohodnocovaní podniku	
1. Určiť zadanie práce	špecifikovať účel ohodnotenia a zadefinovať zadanie
2. Vytvoriť tím ľudí	ktorí budú spolupracovať pri ohodnocovaní (vedúci tímu, zástupcovia podniku...)

3. Zhromažďovanie dát	inforáciu o prostredí, v ktorom podnik pôsobí (makro a mikro)
4. Analýza dát	strategická a finančná analýza
5. Výber metód ohodnotenia	zvoliť vhodnú podľa účelu ohodnocovania
6. Syntéza výsledkov a záver	analýza a syntéza výsledkov a záverečné zhodnotenie
7. Záver	výsledná hodnota k určitému dátumu

Zdroj: vlastné spracovanie podľa: KISLINGEROVÁ, Eva. 2001. Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vydání. Praha. C. H. Beck 2001. ISBN 80- 7179- 529 – 1.

1.6. Základné výnosové metódy ohodnotenia podniku

Výnosové metódy ohodnotenia podniku majú dlhú tradíciu a v súčasnosti patria medzi metódy, ktoré sú najviac používané a zároveň sú najprepracovanejšie. Tieto metódy vychádzajú z toho, že hodnota statku je určená očakávaným úžitkom pre jeho držiteľa. Pri statkoch, akým je podnik, sú týmto úžitkom očakávané výnosy. Výnosové metódy sú orientované na budúcnosť a vychádzajú z finančného a obchodného plánu.

Medzi výhody, ktoré prináša použitie výnosových metód patrí:

- „sú to dynamické metódy a vychádzajú z budúcnosti,
- sú menej prácne, ako majetkové metódy, tým pádom sú aj menej finančne náročné,
- orientujú sa na výnosový potenciál podniku,
- neuvažujú s majetkom, ktorý podnik nevyužíva,
- sú veľmi vhodné pre podniky poskytujúce služby.

Medzi nevýhody, ktoré prináša použitie výnosových metód patrí:

- použitie obmedzenej alebo neobmedzenej životnosti,
- stanovenie miery udržateľného rastu,
- výpočet nákladov vlastného kapitálu,

- nedostatok informačných zdrojov .¹⁶

1.6.1. Metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF)

Metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF- Discounted Cash flow) je považovaná za základnú výnosovú metódu, ktorá je zároveň najviac využívaná. Ich podstatou je, určiť vnútornú hodnotu podniku vyjadrenú, ako súčasnú hodnotu budúcich peňažných tokov. Táto metóda je najpoužívanejšia v USA a Veľkej Británii, ale vďaka globalizácii sa rozšírilo jej používanie aj do Európy. Nutným predpokladom pri ohodnotení budúcich peňažných tokov je, pokračovanie v podnikateľskej činnosti, nakoľko uvažujeme o budúcnosti. Je možné využiť viac variantov tejto metódy, DCF Entity (kde sa podnik ohodnocuje, ako celok), DCF Equity (kde sa stanovuje hodnota vlastného kapitálu) a DCF APV (upravená súčasná hodnota)

DCF Entity

Metóda DCF entity je pravdepodobne najpoužívanejšou výnosovou metódou vo väčšine štátov sveta. Pri tejto metóde sa ohodnocuje podnik ako celok, a ohodnotenie pozostáva z dvoch krokov. Prvým krokom je, vyčíslenie peňažných tokov, ktoré boli k dispozícii pre vlastníkov aj veriteľov, a ich následne diskontovanie, vďaka čomu získame brutto hodnotu podniku . V druhom kroku odpočítame od brutto hodnoty, hodnotu cudzieho kapitálu ku dňu ohodnocovania, vďaka čomu získame hodnotu vlastného kapitálu, tiež nazývanú aj netto hodnota.¹⁷

Základom pri tejto metóde je voľný peňažný tok (FCF – free cash flow), ktorý sa nazýva aj prevádzkový peňažný tok podniku. Sú to prostriedky, ktoré je možné z podniku odobrať bez toho, aby sa narušil jeho chod alebo očakávaný vývoj.

¹⁶ JAKUBEC, Miroslav – KARDOS, Peter. Ohodnotenie podniku výnosovými metódami. [elektronický zdroj] [cit. 10.02.2021]. Dostupné na: <https://www.anafin.sk/33/ohodnotenie-podniku-vynosovymi-metodami-uniqueiduchxzASYZNbZPksW5r5xNIHh2J1FHlI3S1UWBS0tlgLw/>

¹⁷ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

Tabuľka 2: výpočet voľného peňažného toku

1.	+ korigovaný prevádzkový výsledok hosp. pred zdanením
2.	- upravená daň z príjmu
3.	= korigovaný prevádzkový výsledok hosp. po zdanení
4.	+ odpisy
5.	+ ostatné náklady, ktoré nie sú výdavkami v bežnom období
6.	= predbežný prevádzkový peňažný tok
7.	- investície do pracovného kapitálu
8.	- investície na obstaranie dlhodobého majetku
9.	= voľný peňažný tok

Zdroj: vlastné spracovanie podľa: OUBRECHT, Jiří. Oceňování podniku I, 2013 [elektronický zdroj] Dostupné na: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf

Po vyčíslení voľných peňažných tokov/ odčerpateľných zdrojov nasleduje ich diskontovanie. Používa sa model WACC, ktorý predstavuje priemerné náklady kapitálu.

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

Kde:

Nvk- náklady na vlastný kapitál

VK – vlastný kapitál

CK – celkový kapitál

Npk – náklady na požičaný kapitál

PK – požičaný kapitál

DS – sadzba dane z príjmov

Náklady na vlastný kapitál sa dajú vypočítat' rôznymi spôsobmi, napríklad:

Model CAPM:

Je to základný model na stanovenie nákladov na vlastný kapitál, ktorý sa používa pre cenné papiere, s ktorými sa obchoduje na kapitálovom trhu.

$$R_e = R_f + \beta_Z * (R_m - R_f)$$

Kde:

R_f - bezriziková úroková miera určená priemernou výnosnosťou štátnych dlhopisov s najdlhšou lehotou splatnosti ku dňu ohodnotenia,

B_z - systematické trhové riziko, pri ktorého určení sa vychádza z toho, že zadlženie podniku pôsobí na hodnotu B ,

$R_m - R_f$ - prémie za trhové riziko.

Priemerná rentabilita:

Je to pomerne jednoduchá metóda, pretože všetky informácie sú ľahko dostupné. Používa sa ak podnik nepoužíva úročený kapitál. Výpočet závisí od konkrétneho podniku, ktorý sa ohodnocuje. Metóda sa používa najmä v podnikoch, ktoré pôsobia v rámci Európy.

Náklady vlastného kapitálu odvodené od nákladov na cudzí kapitál:

Predpokladom pri tejto metóde je, že náklady na vlastný kapitál sú vyššie, ako tie na cudzí. Vlastník nesie väčšie riziko ako veriteľ, a tak očakáva vyšší výnos.

Je možné použiť nasledujúci postup:

1. Zistí sa reálna úroveň nákladov na cudzí kapitál.
2. K týmto nákladom sa prirába 2 - 4%, tak sa získa odhad nákladov na vlastný kapitál.¹⁸

Stavebnicová metóda

Ak sa s akciami podniku neobchoduje na kapitálovom trhu a nie je možné odhadnúť koeficient beta je vhodné použiť tento model. Stavebnicová metóda je výborný doplnok k metóde CAPM, a je založená na subjektívnom hodnotení rizika. Existuje množstvo variácií tejto metódy. Rozdiel medzi model CAPM a stavebnicovou metódou je, že stavebnicová metóda nepoužíva koeficient beta, ktorý predstavuje systematické riziko. Stavebnicová metóda sa dá vyjadriť:¹⁹

$$E(r_i) = r_f + RP$$

¹⁸ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

¹⁹ KISELÁKOVÁ, Dana. HORVATHOVÁ, Jarmila. ŠOFRANKOVÁ, Beáta. Contollig rizik podnikania v modeloch ovplyvňujúcich výkonnosť a prognózovanie rizik v EU. Prešovská univerzita v Prešove, 2016. ISBN 978-80-555-1561-8.

Kde:

$E(r_i)$ – náklady vlastného kapitálu,

r_f – bezriziková výnosová miera,

RP – riziková prémia, ktorá pozostáva z rôznych rizík (obchodné riziko, finančné riziko)

Rizikovú premiú môžeme vypočítať podľa vzťahu:

$$RP = r_f + r_o + r_{fin} + r_{LA}$$

Kde:

r_f – bezriziková výnosová miera,

r_o – prémia za obchodné riziko

r_{fin} – prémia za finančné riziko,

r_{LA} – prémie za iné rizika, napr: nižšiu likviditu akcií na trhu.

Náklady cudzieho kapitálu je najjednoduchšie vypočítať, ako podiel nákladových úrokov a úročeného kapitálu. Výsledná hodnota je cena za cudzí kapitál, ktorá sa platí veriteľom.

Všeobecný vzorec na výpočet hodnoty podniku pomocou DCF Entity je :

$$Hb = \sum_{t=1}^n \frac{FCF\ entity_t}{(1 + i_k)^t}$$

Kde:

Hb – je hodnota podniku,

$FCF\ entity_t$ – je voľný peňažný tok v roku t ,

i_k – úroková miera,

n – je predpokladaný počet rokov existencie podniku.

Gordonová metóda stabilného rastu

Gordonová metóda sa používa v prípade, že sa očakáva stabilná miera rastu podniku aj FCF entity. Je veľmi podobná všeobecnému modelu, a využívajú ju najmä veľké nadnárodné korporácie.²⁰

$$Hb = \frac{FCF\ entity_t}{i_k - g}$$

Kde:

Hb- je hodnota podniku,

FCF entity t – je voľný peňažný tok v roku t ,

i_k – úroková miera,

g – je miera rastu FCF entity do nekonečna.

V bežnej praxi sa zväčša predpokladá fungovanie podniku na princípe going concern, teda že jeho životnosť je nekonečne dlhá. Pri takom dlhom období, však nie je možné naplánovať peňažné toky na jednotlivé roky. Preto sa využívajú dva varianty metódy, a to dvojfázová a trojfázová metóda.

Dvojfázová metóda

Jej podstatou je rozdelenie budúceho obdobia na dve fázy. V prvej fáze je možné určiť výšku peňažných tokov, ktoré prislúchajú jednotlivým rokom. Zvyčajne je to obdobie rovné dĺžke zostaveného finančného plánu. Druhá fáza predstavuje obdobie od konca prvej fázy do nekonečna. Hodnota podniku počas druhej fázy sa označuje ako pokračujúca hodnota.²¹

Dvojfázová metóda je vhodná najmä pre podniky, ktoré ponúkajú výrobky alebo služby, o ktoré je spočiatku veľký záujem, teda ich nárast je vysoký, avšak sa predpokladá z dlhodobého hľadiska zníženie rastu.

Hodnota podniku podľa dvojfázovej metódy je:

²⁰ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

²¹ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

$$Hb = \sum_{t=1}^T \frac{FCF\ entity_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Kde:

Hb- je hodnota podniku,

FCF entity t – je voľný peňažný tok v roku t ,

i_k – úroková miera,

T – dĺžka prvej fázy v rokoch ,

PH – pokračujúca hodnota.

Pri výpočte pokračujúcej hodnoty je nutné stanoviť, aké dlhé bude prognózované obdobie, a od akého času sa bude počítať s pokračujúcou hodnotou. Pokračujúca hodnota predstavuje veľkú časť hodnoty podniku, pretože dĺžka prvej fázy sa zväčša odhaduje na približne 4 - 14 rokov. Na jej výpočet sa najčastejšie používa Gordomov vzorec, ktorý má tvar: ²²

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

Kde:

Ph - pokračujúca hodnota,

FCF entity $t+1$ – voľný peňažný tok v roku $t+1$ (nasledujúci rok, pre ktorý bol zostavený fin. plán),

g – miera rastu FCF entity do nekonečna,

i_k – kalkulovaná úroková miera.

Aby vzorec platil, je nutné splniť podmienku $i_k > g$, pretože inak by bola pokračujúca hodnota záporná. ²³

²² MAŘÍK, Miloš. Metódy oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978 -80-86929-80-4.

²³ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80-8168- 460- 9.

Trojfázová metóda

Pri tejto metóde sa budúcnosť rozdeľuje, až na tri fázy, a to:

- fáza vysokého rastu,
- fáza prechodného obdobia,
- fáza ustáleného rastu,²⁴

Tretia fáza nastane, ak je podnik stabilizovaný, to znamená, že všetky zložky, ktoré pôsobia na rast podniku sú stabilizované. Pomôckou môže byť proporcia medzi úrovňou investícií a odpisov. Predpokladá sa, že podnik je vo fáze rastu, ak sú odpisy vyššie, ako investície. Ak sú odpisy na úrovni investícií, predpokladá sa, že je podnik stabilizovaný.

„Hodnotu podniku vypočítame, ak od hodnoty diskontovaných peňažných tokov odčítame cudzí úročený kapitál vo výške prislúchajúcej ku dňu ohodnotenia.“²⁵

$$H_n = H_b - CK_0$$

Kde:

H_n – je netto hodnota podniku,

H_b – je brutto hodnota podniku,

CK_0 – je hodnota cudzieho úročeného kapitálu.

DCF Equity

Rovnako, ako predchádzajúca metóda, aj metóda DCF Equity vychádza z peňažných tokov. Sú to však peňažné toky určené výlučne vlastníkom, ktoré sa tiež označujú FCF equity (free cash flow to the equity). „Diskontovaním týchto peňažných tokov získame priamo hodnotu vlastného kapitálu H_n .“²⁶

²⁴ BELANOVÁ, Katarína. Aplikácia modelov DCF pri tvorbe oceňovacích regresných modelov stanovenia trhovej hodnoty podniku.2012 [elektronický zdroj].Dostupné na:

http://www.derivat.sk/files/casopis%202012/2012_Marec_ModelyDCF_opravena.pdf

²⁵ MAŘÍK, Miloš. Metódy oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978 –80–86929–80–4.

²⁶ OUBRECHT, Jiří. Oceňování podniku I, 2013 [elektronický zdroj] [cit. 15.02.2021]. Dostupné na:

https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf

V peňažnom toku pre vlastníkom môžu nastať dve situácie:

- Podnik je financovaný len vlastným kapitálom, v takom prípade je výpočet peňažného toku rovnaký, ako pri metóde DCF Entity.
- Podnik je financovaný aj dlhom, v takom prípade sa to musí doraziť na zníženie peňažného toku o časť, ktorá je úročená.²⁷

Pri druhej situácii, kedy je podnik financovaný aj cudzími zdrojmi je výpočet peňažných tokov nasledovný:

Tabuľka 3: Výpočet FCFE pri DCF equity

1.	EBIT
2.	- úroky
3.	= zisk pred zdanením
4.	- daň
5.	= čistý zisk
6.	+ odpisy
7.	- investície do pracovného kapitálu
8.	- investičné výdavky (trvalé kapitálové výdaje)
9.	- splátky úveru
10	= FCFE (free cash flow to the equity)

Zdroj: vlastné spracovanie podľa: KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

Pri metóde DCF Equity sa peňažné toky diskontujú len nákladmi vlastného kapitálu, ktoré sú stanovené pre konkrétnu zadlženosť. Pokračujúca hodnota sa stanoví pomocou Gordonovho vzorca. Celková hodnota podniku je potom súčet diskontovaných odčerpateľných zdrojov a pokračujúcej hodnoty. Vzorec je nasledovný:²⁸

$$Hn = \sum_{t=1}^T \frac{FCF\ entity_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{FCF\ equity_{T+1}}{i_k - g} * \frac{1}{(1 + i_k)^T}$$

²⁷ OUBRECHT, Jiří. Oceňování podniku I, 2013 [elektronický zdroj]. Dostupné na: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf

²⁸ MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018, ISBN 978-80-87865-38-5.

Kde:

FCF entity t – hodnota odčerpateľných zdrojov za obdobie t ,

FCF equity $T+1$ – hodnota odčerpateľných zdrojov pre vlastníkov za nasledujúce obdobie,

I_k – úroková miera na úrovni nákladov na vlastný kapitál,

g – je predpokladané tempo rastu v druhej fáze budúceho obdobia.

DCF APV

„DCF APV je podobná s metódou DCF Entity, avšak v bežnej praxi nie je veľmi využívaná, pretože predpokladom k jej použitiu, je financovanie podniku výhradne vlastným kapitálom. To znamená, že:

- použije sa peňažný tok rovnaký, ako pri metóde DCF Entity,
- pri diskontovaní sa nepoužijú priemerné vážené náklady kapitálu, ale náklady vlastného kapitálu za predpokladu, že nie je použitý žiadny cudzí kapitál. Na základe teórie Modiglianiho a Millera potom pre náklady vlastného kapitálu pri použití zadĺženia $n_{VK(Z)}$ platí vzťah.²⁹

$$n_{VK(Z)} = n_{VK} + (n_{VK} - n_{CK}) * (1 - d) * \frac{CK}{VK}$$

Kde:

$n_{VK(Z)}$ – sú náklady vlastného kapitálu pri použití cudzieho kapitálu

n_{VK} – náklady vlastného kapitálu pri výhradnom financovaní vlastným kapitálom

n_{CK} – náklady cudzieho kapitálu

d – daňová sadzba

CK – cudzí kapitál

VK – vlastný kapitál.

²⁹ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. (s.140) ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

Ak sa v podniku používa aj cudzí kapitál znamená to prírastok hodnoty podniku. Nazýva sa to daňový štít, ktorý vzniká z dôvodu vyplatenia úrokov čím sa kráti daňový základ. Ak je stabilná úroveň cudzieho kapitálu vo výške CK, potom súčasná hodnota daňového štítu pri nákladoch na cudzí kapitál nasledovná: ³⁰

$$\text{Súčasná hodnota daňového štítu} = \frac{n_{CK} * CK * d}{n_{CK}} = CK * d$$

1.6.2. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Je to metóda, ktorá je rozšírená hlavne v nemecky hovoriacich krajinách. Je označovaná, tiež aj ako metóda kapitalizovaných ziskov. ³¹ Výsledkom tejto metódy je netto hodnota podniku, alebo tiež hodnota vlastného kapitálu, ktorá sa počíta z výnosov určených pre vlastníkov podniku. ³² Vychádzka z údajov minulých období.

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov sa vyskytuje v dvoch variantoch:

1. Variant: čistý výnos podniku je určený na základe peňažných tokov, teda ako rozdiel medzi príjmami a výdavkami. Pri tomto variante ju môžeme prirovnať k metóde DCF Equity.
2. Variant: čistý výnos je určený na základe upraveného výsledku hospodárenia, ako rozdiel nákladov a výnosov. Tento variant je vhodný z toho dôvodu, že ohodnocovateľ nemusí plánovať budúce investície. Plánovanie investícií je veľmi zložitá a môže skresliť výslednú hodnotu. Ak sa vychádza z upravených výsledkov hospodárenia, potom sa namiesto plánovaných investícií pracuje s odpismi, ktoré sú priamo vyjadrené v účtovných výkazoch. ³³

V praxi sa využívajú dve metódy:

Paušálna metóda

Využíva sa v podnikoch, pri ktorých je veľmi ťažké prognózovať ich budúci vývoj. Prevažne ide o malé podniky, ktoré fungujú na zákazkovej výrobe, a u ktorých sa nedá jednoznačne predikovať, či v budúcnosti budú rásť alebo svoju činnosť ukončia. Metódu sa

³⁰ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. (s.140) ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

³¹ DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2

³² MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

³³ MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

odporúča použiť, ak má podnik šancu dosahovať aspoň porovnateľne výnosy, ako v minulosti. Výsledkom je predpoveď budúcich čistých výnosov, na základe váženého priemeru dosiahnutých čistých výnosov z minulosti.³⁴

$$Trvalý čistý výnos = \frac{\sum_{t=1}^K q_t * \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

Kde:

ČV – minulé upravené čisté výnosy,

q_t – váhy, ktoré určujú význam čistého výnosu za určitý minulý rok,

K – počet minulých rokov zahrnutých do výpočtu.

Po zhodnotení súčasnej situácie v podniku, a po zhodnotení, či bude schopný dosahovať aspoň taký čistý výnos, ako v minulosti je možné vypočítať netto hodnotu podniku pomocou vzorca, ktorý sa nazýva aj vzorec pre večnú rentu.³⁵

$$Hn = \frac{T\check{C}V}{i_k}$$

Kde:

Hn – netto hodnota podniku,

TČV – odnímateľný čistý výnos,

i_k – úroková miera.

Analytická metóda

„Výnosové ocenenie je postavené na prognózovaní budúceho výsledku hospodárenia, ktorý je upravený o vplyv financovania. Je obdobná, ako DCF Equity, kde sa však očakávaná hodnota podniku kalkuluje z peňažných tokov.

Postup sa líši podľa toho, či ide o subjektívne alebo objektivizované ohodnotenie. Pri objektivizovanom sa vychádza z odnímateľných čistých výnosov (skutočné, účtovnou politikou najmenej ovplyvnené budúce výsledky hospodárenia, ktoré môžu byť rozdelené bez toho aby bol ohrozený budúci výnosový potenciál podniku). Ak teda máme k dispozícii

³⁴ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

³⁵ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

rad budúcich odnímateľných čistých výnosov, a predpokladá sa trvalá existencia podniku, môže sa použiť dvojfázová alebo trojfázová metóda.³⁶

Pre dvojfázovú metódu platí:

$$Hn = \sum \check{V}_t / (1 + i_k)^t + \frac{T\check{V}}{i_k} * 1 / (1 + i_k)^T$$

Kde:

Hn – netto hodnota podniku,

$\check{V}_t$ – odhad odnímateľného čistého výnosu pre rok t ,

T – dĺžka obdobia prognózovaného v rokoch.

T $\check{V}$ – trvalá veľkosť odnímateľného čistého výnosu v druhej fáze uvažovaného horizontu pri stabilnej úrovni odnímateľných čistých výnosov.

i_k – kalkulovalá úroková miera.

1.6.3. Metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)

Metóda EVA patrí medzi nové metódy, ktorá na rozdiel od metód DCF nepracuje s cash flow ale s ukazovateľom EVA (economic value added), je to skratka pre ekonomickú pridanú hodnotu.³⁷ Metóda funguje na princípe, že meria ekonomický zisk. Podnik dosahuje ekonomický zisk vtedy, keď sú uhradené nie len bežné náklady, ale aj náklady kapitálu. Zisk musí byť natoľko vysoký aby kompenzoval riziko vlastníkov, ak podnik dosahuje účtovný zisk ale nepokrýva riziko vlastníkov dosahuje ekonomickú stratu.³⁸ okrem ohodnotenia podniku sa EVA používa aj pri finančnej analýze.

Existuje mnoho ukazovateľov na meranie miery ziskovosti podniku, sú to predovšetkým ukazovatele rentability. Najpoužívanjšie sú ROE (rentabilita vlastného kapitálu, ROI (návratnosť investícií) a ROA (rentabilita celkového kapitálu), avšak ukázalo sa, že nie sú také spoľahlivé, ako ukazovateľ EVA, pretože majú mnoho nedostatkov. Hlavne preto, že pri ich výpočte sa vychádza z účtovnej veličiny zisku z výkazu ziskov a strát. Tým pádom ich výpovedná hodnota nemusí byť presná, hlavne čo sa týka budúcnosti podniku,

³⁶ OUBRECHT, Jiří. Oceňování podniku I, 2013 [elektronický zdroj] [cit. 17.02.2021]. Dostupné na: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf

³⁷ OUBRECHT, Jiří. Oceňování podniku I, 2013 [elektronický zdroj]. Dostupné na: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf

³⁸ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metódy a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

pretože pohľad na podnik iba z hľadiska zisku je nedostatočný. Podnik môže vykazovať vysoké ziskové hodnoty, to ale neznamená, že sa mu musí v budúcnosti dariť. Hodnota účtovného zisku je spájaná s nasledovnými nedostatkami:

- je možné ovplyvniť výsledok hospodárenia vo forme zisku, a to do značnej miery,
- účtovná hodnota zisku ignoruje časovú hodnotu peňazí,
- zisk ignoruje rizika investorov.

Ohodnocovanie podniku predstavuje zložitý proces a hoci výkaz ziskov a strát a súvaha poskytujú dôležité informácie pre výpočty, sú to len účtovné dáta, ktoré hovoria o tom odkiaľ peniaze sú, a na aký účel sú vynakladané. Z týchto dát nie je možné jednoznačne povedať, či podnik v danom momente vytvára hodnotu a je úspešný alebo nie. Preto sa ukazovateľ EVA považuje za lepši variant.³⁹

Ukazovateľ EVA predstavuje výnos z prevádzkovej činnosti podniku, ktorý je znížený o náklady vlastného a cudzieho kapitálu.

Ukazovateľ EVA je možné vypočítať dvoma spôsobmi. Prvý spôsob je založený na použití nákladov na kapitál:

$$EVA = NOPAT - capital * WACC$$

Kde:

EVA – ekonomická pridaná hodnota,

NOPAT – zisk z prevádzkovej činnosti po zdanení,

capital – investovaný kapitál (kapitál v aktívach, ktoré slúžia na prevádzkovú činnosť), označovaný aj NOA(net operating assets),

WACC – priemerné vážené náklady kapitálu.

Druhý spôsob je založený na hodnotovom rozpätí:

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) * NOA$$

³⁹ BERZÁKOVÁ, Viera: Metóda ekonomickej pridanej hodnoty v teórii a praxi. 2014. [elektronický zdroj]. Dostupné na: https://www.tvp.zcu.cz/cd/2014/PDF_sbornik/berzakova.pdf

Vo všeobecnosti môžeme povedať, že čím je hodnota EVA vyššia, tým je situácia podniku lepšia. Avšak veličina môže nadobúdať rôzne hodnoty.

$EVA > 0$: je dôležité aby sa hodnoty pohybovali nad nulou. Ak je EVA kladné číslo znamená to, že sa v podniku vytvára hodnota, čo znamená že rastie akcionárska hodnota. Čistý operatívny zisk náklady na kapitál nie len kryje, ale aj prevyšuje.

$EVA = 0$: V takejto situácii čistý operatívny zisk kryje celé kapitálové náklady.

$EVA < 0$: V takomto prípade náklady na kapitál prevyšujú zisk, a preto podnik netvorí hodnotu.⁴⁰

Pri použití vzorca založenom na hodnotovom rozpätí je hlavným dôvodom, že v ňom vznikajú ďalšie nové indikátory:

- NOPAT/NOA: operačná rentabilita, ktorá predstavuje hodnotu rentability čistých operačných aktív podniku,
- Hodnotové rozpätie: rozdiel medzi operačnou rentabilitou a nákladmi kapitálu.

Problém s ukazovateľom EVA je ten, že je to absolútna veličina a v jej výsledku sa do veľkej miery odráža veľkosť podniku. Pomocou hodnotového rozpätia sa dá tento problém eliminovať (veľčina, ktorá meria výkonnosť kapitálu a je upravená o riziko). Vďaka hodnotovému rozpätiu je možné porovnávať podniky aj napriek odlišnej veľkosti, objemu kapitálu, kapitálovej štruktúre a rizikovosti.⁴¹

1.6.4. Dividendovo diskontné modely (DDM)

Dividendovo diskontné modely predstavujú zvláštny prípad DCF modelov, ktoré pracujú v čitateli s hodnotou voľných peňažných tokov pre akcionára (FCFE). Vo vyspelých trhových ekonomikách sú dividendovo diskontné modely často využívané. Ak sa chcú použiť tieto modely, musia byť splnené nasledujúce predpoklady.⁴²

- „podnik má založenú dlhodobú, stabilnú dividendovú politiku a s tým spojený ustálený výplatný a aktivačný pomer,

⁴⁰ BERZÁKOVÁ, Viera. Metóda ekonomickej pridanej hodnoty v teórii a praxi. 2014. [elektronický zdroj]. Dostupné na: https://www.tvp.zcu.cz/cd/2014/PDF_sbormik/berzakova.pdf

⁴¹ MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

⁴² KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.prepracované a doplnené vydanie. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1

- v podniku existuje vysoká miera závislosti medzi úrovňou dividendy a free cash flow equity (FCFE), to znamená, že dividendy sa skoro rovnajú prepočítanému FCFE,
- podnik sa vyznačuje ustálenou štruktúrou financovania, teda má stabilnú finančnú páku.⁴³

Všeobecná verzia dividendového diskontného modelu je:⁴⁴

$$H_n = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1 + i_k)^t}$$

Kde:

H_n – je hodnota vlastného kapitálu,

DIV_t – je očakávaná suma dividend,

i_k – úroková miera.

Gordonov rastový model

Tento model je možné použiť v podnikoch, ktoré sú stabilizované a dividendy rastu konštantným tempom, teda ak podnik môže vyplácať stabilnú dividendu.

$$H_n = \frac{DIV_t}{i_k - g}$$

Kde:

DIV_t – očakávané dividendy na konci prvého roka, ň

i_k – úroková miera

g – miera rastu dividend do nekonečna.

Gordonov model je jednoduchý a účinný nástroj na ocenenie vlastného kapitálu, je potrebné myslieť nato, že ho môžu využívať len podniky, ktoré rastú stabilným tempom. Pri určovaní miery rastu je potrebné prihliadať na dve hľadiská. Prvým je očakávanie, že miera rastu dividend v podniku potrvá do nekonečna, a že pri ostatných podnikových ukazovateľoch je môžeme očakávať rovnaké tempo. Druhým hľadiskom je stabilné tempo

⁴³ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.prepracované a doplnené vydanie. Praha:C. H. Beck , 2001.(s.214) ISBN 80-7179-529-1

⁴⁴ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80-8168- 460- 9.

rastu. Nie je možné aby podnik dlhodobo rástol rýchlejšie ako ekonomika, v ktorej podnik pôsobí. Z toho vyplýva, že stabilné tempo rastu nemôže byť vyššie, ako tempo rastu ekonomiky.⁴⁵

Dvojfázová metóda

Pri tomto modeli sa predpokladajú dve fázy: začiatková fáza sa vyznačuje vysokou mierou rastu, teda podnik bude vyplácať vysokú dividendu. Druhá fáza je stabilnou mierou rastu, pri ktorej sa predpokladá, že bude rovnaká dlhšiu dobu, a teda podnik vypláca stabilnú dividendu.

$$Hn = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{P_n}{(1 + i_k)^n}$$

$$P_n = \frac{EPS * (1 + g) * (1 - \frac{DIV}{EPS})}{i_k - g}$$

Kde:

DIV_t – očakávaná dividendy,

EPS – čistý zisk na akcie,

P_n – hodnota vlastného kapitálu na konci prvej fázy,

i_k – úroková miera (výnosová miera požadovaná akcionármi),

g – miera rastu dividend do nekonečna.

„Existujú tri problémy pri práci s dvojfázovou metódou. Prvým problémom je definovanie dĺžky obdobia, v ktorom podnik rastie výnimočným tempom. Zatiaľ čo sa očakáva, že miera rastu po počiatkovej fáze klesne, hodnota investície sa zvyšuje s predlžujúcou sa dĺžkou tejto periódy. Teoreticky je možné odvodiť dĺžku fázy rastu od životného cyklu výrobku, ale je ťažké previesť túto kvalitatívnu charakteristiku do špecifického časového obdobia. Ďalší problém predstavuje predpoklad, že miera rastu je vysoká počas prvej fázy a následne sa zmení na nižšiu stabilnú mieru rastu na konci počiatkovej fázy. Aj keď takáto rýchla zmena prichádza do úvahy, reálnejšie je predpokladať postupne prispôbovanie miery rastu na stabilnú úroveň. Tretím problémom je „terminal

⁴⁵ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. prepracované a doplnené vydanie. Praha: C. H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1

value“, ktorá je súčasťou súčasnej hodnoty, a ktorá je citlivá na predpoklad o stabilnom raste. Nadhodnotenie alebo podhodnotenie tejto miery môže viesť k chybám ohodnocovaní. Keďže je dvojfázová metóda založená na rozlišovaní týchto dvoch fáz, najvhodnejšie je použiť ju na podniky, ktoré sa nachádzajú vo fáze rastu. ⁴⁶

Trojfázová metóda

Dá sa použiť tam, kde je možné vývoj podniku rozdeliť na tri fázy. Pri prvej fáze je typický mimoriadne vysoký rast a vysoká dividendy, v druhej fáze klesá rast a pri tretej fáze sa podnik stabilizuje a rovnako sa stabilizujú aj vyplácané dividendy. Metódu je vhodné využívať v podnikoch, kde sa dá očakávať takýto vývoj. Sú to najmä nové podniky, ktoré si nájdu rýchlo miesto na trhu. ⁴⁷

$$Hn = \sum_{t=+}^n \frac{EPS * (1 + G)^n * (1 - DIV/EPS)^n}{i_k - g} + \sum_{t=1}^n \frac{DIV_{n+1}}{(i_k - g) * (1 + i_k)^n} + \frac{EPS * (1 + g) * (1 - \frac{DIV}{EPS})}{i_k - g}$$

Kde:

DIV – očakávaná dividendy,

EPS – čistý zisk na akcie,

i_k – úroková miera,

g – miera rastu dividend do nekonečna.

1.7. Metódy ohodnotenia podniku

V súčasnosti je mnoho metód, ktoré sa dajú použiť pri ohodnocovaní majetku podniku. „Podľa právnych predpisov je určených päť metód, ktoré je možné použiť.

- majetková metóda,
- podnikateľská metóda,
- kombinovaná metóda,

⁴⁶ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.prepracované a doplnené vydanie. Praha:C. H. Beck , 2001.(s.218) ISBN 80-7179-529-1

⁴⁷ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80-8168- 460- 9.

- likvidačná metóda,
- porovnávacia metóda.⁴⁸

Výber vhodnej metódy je kľúčový pri ohodnocovaní podniku, a je potrebné pri ňom zohľadniť množstvo faktorov, aby bolo ohodnotenie čo najobjektívnejšie.

Pri výbere metódy je potrebné sa riadiť účelom ohodnocovania. Podľa daného účelu je nutné prispôbiť voľbu metódy, ale aj modifikáciu a hodnoty, akými sa má dosiahnuť. Znalec musí svoj výber metódy odôvodniť. Odôvodnené musia byť aj zdroje informácií, z ktorých sa vychádza, a ktoré musia byť podložené, aby iný znalec pri opakovanom ohodnotení mohol dospieť k rovnakej, alebo veľmi blízkej hodnote.⁴⁹ Rovnako je dôležité zohľadniť životný cyklus podniku, pretože v každej fáze je možné a vhodné použiť inú metódu.

1.7.1. Majetkové metódy (substančné)

Ohodnocovanie pomocou majetkových metód vedie k zisteniu majetkovej podstaty podniku, ktoré sa tiež nazýva substancia, alebo teda substančná hodnota. Substančná hodnota je pojem, ktorý zastrešuje všetky varianty majetkového ohodnocovania. Majetkové ohodnocovanie funguje na jednoduchom princípe. Majetková hodnota podniku je súčet individuálne ohodnotených položiek majetku. Od toho sa následne odčíta suma individuálne ohodnotených záväzkov.⁵⁰

„Medzi výhody majetkových metód patrí:

- nutnosť vykonať inventarizáciu majetku,
- podrobná analýza jednotlivých zložiek majetku.

Medzi nevýhody majetkových metód patrí:

- neberie do úvahy, čiže je príliš statická,
- je veľmi prácna a finančne veľmi náročná,
- berie do úvahy aj majetok, ktorý sa nevyužíva v podniku,

⁴⁸ KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. (s.122) ISBN 978-80-7552-499-7

⁴⁹ KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7

⁵⁰ MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

- neberie do úvahy výnosový potenciál firmy.⁵¹

Z uvedeného vychádza, že negatív je viac ako pozitív, preto sa majetkové metódy v západnej Európe využívajú prevažne ako podporné metódy k výnosovým metódam. Majetkové metódy sa využívajú prevažne, keď podnik vstúpi do likvidácie a do konkurzu.⁵²

Likvidačná metóda

Likvidačná metóda sa používa za predpokladu, že majetok podniku bude rozpredaný, rozdelený alebo zlikvidovaný. Pri likvidácii podniku je zrejmé, že podnik nedosiahne hodnotu, ktorá je vyjadrená v účtovníctve. To znamená, že likvidačná hodnota < účtovná hodnota. Toto tvrdenie nie úplne platí pri podnikateľských podmienkach na Slovensku. Častejší je vzťah likvidačná hodnota > účtovná hodnota. Spôsobené to je historickými cenami nehnuteľností, ktoré sa ku dňu ohodnotenia neaktualizovali, a tak pri vypracovaní znaleckého posudku všeobecná hodnota nehnuteľnosti prevyšuje ich účtovnú hodnotu.⁵³

„Východiskovými podkladmi pri stanovení likvidačnej hodnoty sú súvaha podniku, účtovníctvo podniku a operatívna evidencia majetkových súčasti podniku.“⁵⁴

Vzorec na výpočet všeobecnej hodnoty podniku pri ukončení podnikateľskej činnosti likvidáciou je nasledovný:

$$V\dot{S}H_L = A + B + C + D - CP - N_L$$

Kde:

$V\dot{S}H_L$ – všeobecná hodnota podniku stanovená likvidačnou metódou

A – všeobecná hodnota pohľadávok za upísané V_i ,

B – všeobecná hodnota stálych aktív,

C – všeobecná hodnota obežných aktív,

D – všeobecná hodnota ostatných aktív,

⁵¹ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016.(s. 65) ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁵² KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁵³ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁵⁴ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016.(s.70). ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

CP – všeobecná hodnota cudzích zdrojov,

N_L – náklady, ktoré sú spojené s likvidáciou.

Všeobecná hodnota podniku pri ukončení konkurzom sa vypočíta nasledovne:

$$V\check{S}H_{LK} = (A + B + C + D) * k_s$$

Kde:

A – všeobecná hodnota pohľadávok za upísané Vi,

B – všeobecná hodnota stálych aktív,

C – všeobecná hodnota obežných aktív,

D – všeobecná hodnota ostatných aktív,

k_s – súhrnný koeficient speňažiteľnosti majetku

Substančná metóda

Táto metóda sa využíva čoraz menej, pretože je veľmi prácna a finančne veľmi náročná, avšak stále má svoje miesto najmä v krajinách, kde je dlhodobo nízka inflácia.⁵⁵ Cieľom pri tejto metóde je odpovedať na otázku, aké drahé by bolo znovuvybudovanie podniku. Výsledkom je substančná hodnota, ktorá môže byť brutto alebo netto. Ak sa vyčíslujú iba aktíva podniku používame brutto substančnú hodnotu. Ak od tejto hodnoty odpočítame všetky záväzky, získame netto substančnú hodnotu. Informácie na výpočet sa čerpajú z účtovnej závierky.⁵⁶

Zaujímavosťou pri tejto metóde je, že pri spracovaní znaleckého posudku na ňom spolupracuje veľa odborníkov, pretože každá položka majetku je ohodnocovaná iným odborníkom.

Vzorec na výpočet vyzerá nasledovne:

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

Kde:

H – hodnota podniku stanovená substančnou metódou,

A – hodnota pohľadávok za upísané Vi,

⁵⁵ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁵⁶ KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7

B – hodnota dlhodobého majetku,

C – hodnota obežného majetku,

D – hodnota ostatného majetku,

CP – hodnota cudzích pasív.

Pri Výpočte sa najskôr stanoví reprodukčná hodnota majetku, ktorá sa následne zredukuje o opotrebenie, od toho sa odpočíta trhovú hodnotu cudzích zdrojov.⁵⁷

Metóda účtovnej hodnoty

Táto metóda sa nepovažuje za znalecké ohodnotenie, pretože nie je presná. Používa sa len ako podporná metóda, najmä pri stanovení všeobecnej hodnoty podniku pri transformácii. Pri tejto metóde sa využíva účtovná evidencia a účtovné výkazy, v ktorých má znalec všetky informácie k dispozícii, najmä čo sa týka výšky majetku a záväzkov, dosahovaný zisk, štruktúru majetku a záväzkov, a tiež údaje o vlastnom a základom imaní.⁵⁸

„Účtovná hodnota podniku vyčíslňuje len pôvodnú mieru investovaného kapitálu, avšak pre akcionárov alebo investorov je podnik zaujímavý, ak trhovú hodnotu akcie na kapitálovom trhu je vyššia, ako účtovná hodnota vlastného imania na jednu akciu.“⁵⁹ Tento rozdiel sa nazýva hodnota pridaná trhom.

Aj keď existuje mnoho nedostatkov tejto metódy, výsledok, ktorý ponúka je vhodné brať pri ohodnocovaní podniku do úvahy.

1.7.2. Porovnávací metóda

Porovnávací metóda je v slovenských podmienkach využívaná veľmi málo, pretože údaje s ktorými pracuje sú ťažko dostupné, niekedy aj nedostupné. Údaje potrebné na výpočet sú podobné, ako pri majetkovej alebo výnosovej metóde, ale za väčší počet podnikov, ktoré sú podobné, ako ohodnocovaný podnik. Porovnávací metóda pracuje

⁵⁷ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁵⁸ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁵⁹ Kardoš, Peter - Jakubec, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016.(s.66) ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

s aktuálnymi trhovými cenami podnikov, preto je ťažké nájsť vhodné množstvo podobných podnikov, u ktorých by boli známe trhovú ceny.⁶⁰

Pri výpočte porovnávacou metódou je možné zvoliť tri prístupy:

- transakčný: hodnota podniku sa stanoví porovnávaním vzorových podnikov, ktoré majú rovnaké zameranie, štruktúru a veľkosť, a ktoré boli predmetom kúpy alebo predaja v nedávnej minulosti. Výsledná hodnota sa vypočíta cenovými násobkami vybraných ukazovateľov vzorových podnikov,
- vzorový: hodnota podniku sa vypočíta, ako porovnanie so vzorovými podnikmi sumarizáciou finančných ukazovateľov. Zohľadňujú sa možné riziká, diskonty predajnosti a kontrolné príplatky,
- burzový: hodnota podniku sa vypočíta súčtom diskontovaných dividend, počas sledovaného obdobia a očakávanej majetkovej hodnoty na konci sledovaného obdobia. Ak sa zvolí tento prístup je potrebný rozvinutý kapitálový trh, preto sa v podmienkach Slovenskej republiky nepoužíva.⁶¹

Spoločným znakom všetkých prístupov je, že ohodnocovaný podnik sa porovnáva s podobnými, teda vzorovými podnikmi. Aj keď sa u nás s touto metódou pracuje zriedkavo, pre bežného občana je zrozumiteľná a jednoduchá.

Metóda porovnateľných podnikov

Pri tejto metóde sa porovnáva ohodnocovaný podnik, s takými podnikmi, ktoré už boli ohodnocované, a zväčša sú to verejne obchodovateľné podniky. Najvhodnejšia je táto metóda pre akciové spoločnosti.

Ohodnocovanie začína prvou fázou, v ktorej je potrebné vypracovať makroekonomickú analýzu, na ktorú nadväzuje analýza odvetvia, ktorej cieľom je odhaliť činitele ovplyvňujúce situáciu v odvetví. Následne je vykonaná finančno ekonomická analýza daného podniku, ktorej cieľom je poskytnúť pohľad na podmienky v akých podnik funguje.

⁶⁰ KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7

⁶¹ KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7

V druhej fáze sa vyberú podniky, s ktorými bude ohodnocovaný podnik porovnávaný. Tieto podniky majú akcie, s ktorými sa obchoduje na burze a predpokladá sa, že sú trhom správne ohodnotené.

V tretej fáze je na znalcovi aby zvolil správne ukazovatele, vďaka ktorým sa stanoví hodnota akcii ohodnocovaného podniku.⁶²

Metóda porovnateľných transakcií

Pri tejto metóde je ohodnocovaný podnik porovnávaný s podnikmi, ktoré sa v minulosti predali. Vďaka tomu sú z údajov o predanom podniku získane pomerové ukazovatele, ktoré je možné využiť pri stanovení trhovej hodnoty. Metóda má podobný postup ako predchádzajúca, ale jednotlivé ukazovatele sa aplikujú na základe skutočne zaplatenej ceny.

Pri stanovení hodnoty podľa ceny, ktorá bola zaplatená za porovnateľný podnik, nie je potrebné určovať hodnotu jednej akcie, ale podniku ako celku.

Metóda porovnateľných transakcií sa dá použiť aj na podniky, ktoré nie sú akciovými spoločnosťami.⁶³

1.7.3. Kombinovaná metóda

Kombinovaná metóda je spojenie najčastejšie využívaných metód, a to majetkovej a výnosovej. Majetková metóda ohodnocuje podnik a výnosová metóda ohodnocuje budúce úžitky a kombinovaná metóda je syntézou výsledkov metód spomenutých vyššie.

Používajú sa tri základné modifikácie:

- Schmalenbachova metóda(metóda strednej hodnoty),
- metóda váženej strednej hodnoty,
- metóda nadzisku.⁶⁴

⁶² KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7

⁶³ KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7

⁶⁴ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80-8168- 460- 9.

Schmalenbachova metóda

Schmalenbachova metóda bola vytvorená nemeckým ekonómom, a patrí medzi veľmi používané metódy. Podstatou metódy je, že hodnota podniku je vytváraná majetkom, a rovnako aj budúcimi výnosmi, pričom sú tieto zložky považované za rovnako dôležité. Výpočet je jednoduchý, predstavuje aritmetický priemer výnosovej a majetkovej hodnoty.⁶⁵

$$HP = \frac{\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substancie}}{2}$$

Hodnota výnosu je v tomto prípade vypočítaná pomocou metódy kapitalizovaných čistých výnosov, a malo by platiť, že metódu je možné použiť len v prípade, ak sa hodnota výnosu a substancie od seba príliš nelíšia.⁶⁶

Ako môžeme vidieť vyššie výpočet je veľmi jednoduchý, a je vhodné ho používať na podniky, v ktorých platí vzájomná podmienenosť majetkovej a výnosovej hodnoty. Z toho vychádza, že túto metódu nie je vhodné využiť na podniky služieb, pretože podnikový výnos nie je v priamom spojení s majetkovou hodnotou.⁶⁷

Metóda váženej strednej hodnoty

Využíva sa častejšie ako vyššie spomínaná metóda, pretože zohľadňuje výnosový aj majetkový princíp, a nepočíta sa ako jednoduchý aritmetický priemer, ale ako vážený aritmetický priemer.

Vzorec na výpočet je nasledovný:

$$H = \frac{\text{hodnota výnosu} * a + \text{hodnota substancie} * b}{a + b}$$

Stanovenie váhy substancie a výnosu je na zvážení experta. Rovnako ako pri predchádzajúcej metóde, ani pri tejto by hodnota substancie a výnosu nemala byť od seba príliš vzdialená. Ak hodnoty nie sú približne rovnaké hovorí to o existencii nehmotného

⁶⁵ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.prepracované a doplnené vydanie. Praha:C. H. Beck , 2001. ISBN 80-7179-529-1

⁶⁶ MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

⁶⁷ KARDOS, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80-8168- 460- 9.

majetku(goodwill a ostatné druhy), vďaka ktorému je možné zvýšiť zisk pri predaji výrobkov a služieb.⁶⁸

Metóda nadzisku

Metóda je ďalším spôsobom, ako kombinovať substančnú a výnosovú metódu. Hlavnou myšlienkou pri tejto metóde je, že podnik musí produkovať vyšší zisk, než je zisk z bezrizikového výnosu.⁶⁹ Očakávané budúce zisky rozdeľujeme na:

- bežný zisk: čo predstavuje priemernú mieru zisku, ktorý je investovaný v danom odvetví,
- nadzisk: čo je zisk, ktorý prevyšuje priemernú mieru zisku v hodnotenom podniku.

Bežný zisk predstavuje výnos z majetku, ktorý je vyjadrený substančnou hodnotou a nadzisk je prejavom výnosu hodnoteného podniku.

Je potrebné dodržať štyri kroky, ktoré metóda obsahuje:

- 1) „určiť trhovú hodnotu čistého hmotného majetku podniku,
- 2) určiť priemerný cash flow/ výnosy podniku,
- 3) určiť priemernú mieru výnosnosti nehmotných aj hmotných aktív. Hodnotu čistých hmotných aktív vynásobiť požadovanou mierou výnosnosti na stanovenie výnosnosti čistých hmotných aktív. Následne sa odpočíta priemerný cash flow na získanie „nadbytočných výnosov“. Tieto nadbytočné príjmy sa vydedia požadovanou mierou výnosu nehmotných aktív na stanovenie hodnoty nehmotných aktív,
- 4) hodnotu hmotných aktív pripočítať k hodnote nehmotných aktív na získanie hodnoty celého podniku.“⁷⁰

Aj keď je metóda považovaná za jednoduchú, je postavená na subjektívnych pohľadoch, pretože stanovenie priemernej miery výnosu pre nadbytočný cash flow/ výnosy je subjektívny proces, a je potrebné kvalitné analytické posúdenie.⁷¹

⁶⁸ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁶⁹ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.prepracované a doplnené vydanie. Praha:C. H. Beck , 2001. ISBN 80-7179-529-1

⁷⁰ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016.(s.76) ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

⁷¹ KARDOŠ, Peter - JAKUBEC, Miroslav. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.

2. Cieľ práce

Podnikateľské prostredie ako celok, ale aj jednotlivé podniky prechádzajú pri svojej činnosti rôznymi zmenami a vyvíjajú sa, v dôsledku čoho rastie potreba na stanovenie ich všeobecnej hodnoty. Výnosové metódy sú na tento účel využívané najčastejšie.

Hlavným cieľom diplomovej práce je oboznámiť sa s danou problematikou, a na základe získaných teoretických poznatkov definovať ohodnocovanie podniku s vybranými metódami, ktoré sú využívané v bežnej praxi. Súčasne stanoviť všeobecnú hodnotu vybraného podniku pomocou výnosových metód. K naplneniu hlavného cieľa je potrebné splniť čiastkové ciele.

Čiastkové ciele práce:

- zvoliť správny postup pri spracovaní témy,
- získať potrebné poznatky z odbornej literatúry,
- definovať základné pojmy riešenej problematiky,
- vybrať vhodný podnik na ohodnotenie a získať potrebné dáta,
- vykonať finančno ekonomickú analýzu,
- pomocou makroekonomickej a sektorovej analýzy získať prehľad o ekonomickom prostredí, v ktorom podnik pôsobí,
- vypracovať finančný plán vybraného podniku,
- pomocou podnikateľskej metódy stanoviť všeobecnú hodnotu podniku.

3. Metodika práce a metody skúmania

V tejto kapitole si charakterizujeme jednotlivé metódy a postupy, vďaka ktorým sme dospeli k splneniu stanovených cieľov.

3.1. Charakteristika skúmaného objektu

Objektom skúmania v diplomovej práci je spoločnosť Littlefinger, s.r.o.. Je to stavebná spoločnosť, ktorá bola založená v roku 2009 v Bratislave, na základe dlhoročných skúsenosti v oblasti stavebníctva. Postupným vývojom sa spoločnosť začala špecializovať na inžinierske stavby, predovšetkým na dopravné stavby a špeciálne stavebné práce. Čo sa týka ich činnosti v oblasti dopravných stavieb, venujú sa najmä výstavbe a rekonštrukcii komunikácii, osádzaniu mostových záverov, rezaniu a vŕtaniu železobetónových konštrukcií a asfaltobetónových vozoviek, sanácii železobetónových a asfaltobetónových plôch, čisteniu konštrukcií vodným lúčom a pieskovaním, hydroizoláciám mostov, kotveniu konštrukcií a pod. Druhým ale rovnako dôležitým predmetom činnosti sú špecializované stavebné práce. Venujú sa napríklad diamantovému rezaniu, jadrovému vŕtaniu, injektážnym prácam a mnohým ďalším. Spoločnosť má 5 pracovníkov, ktorý sa podieľajú na riadení a 25 robotníkov.

Obchodné meno: Littlefinger, s.r.o.

Sídlo: Pasienková 2/F, 821 06 Bratislava

Právna forma: spoločnosť s ručením obmedzeným

Odvetvie: stavebníctvo

SK NACE: 43390 ostatné stavebné kompletizačné a dokončovacie práce

43990 ostatné špecializované stavebné práce i.n.

Vznik: 30.07.2009

Spoločníci: Malíček Tomáš, Púpavová 4, 841 04 Bratislava



3.2. Pracovné postupy, spôsob získavania údajov a použité metódy

Prvým dôležitým krokom pri vypracovaní diplomovej práce bolo nájdenie a naštudovanie si odbornej literatúry. Literatúru sme volili slovenskú, ako aj zahraničnú a rôzne elektronické zdroje.

Pri spracovaní teoretickej časti práce bola najviac využitá metóda abstrakcie a analýzy, pomocou ktorých sme abstrahovali od menej podstatných informácií a sústredili sa len na tie kľúčové a najpodstatnejšie pre spracovanie danej témy.

V praktickej časti práce sme pracovali s údajmi z podniku Littlefinger, s.r.o. Na získanie informácií o podniku sme použili:

- informácie, ktoré sú dostupné na internetovej stránke podniku,
- konzultáciu s pracovníkmi podniku,
- naštudovanie si interných údajov/informácií.

Pri vypracovaní praktickej časti práce boli použité metódy ako analýza a dedukcia, ktoré nám pomohli najmä pri finančno-ekonomickej analýze a analýze odvetvia, vďaka čomu bolo možné zhodnotiť situáciu v podniku, a tiež v odvetví, v ktorom pôsobí.

Použitá bola aj SWOT analýza, vďaka čomu sme zhodnotili silné a slabé stránky podniku, rovnako aj príležitosti a ohrozenia, ktoré môžu postihnúť podnik z externého prostredia.

Pri zostavení finančného plánu bola použitá metóda predikcie a analytické myslenie pomocou ktorých vieme určiť vývoj alebo aspoň tendenciu finančnej situácie podniku.

Metóda komparácie bola použitá na porovnanie výsledkov z ohodnocovaného podniku s inými podnikmi pôsobiacimi v odvetví.

4. Výsledky práce

4.1. Finančno-ekonomická analýza

Ak chceme stanoviť všeobecnú hodnotu podniku je potrebné analyzovať výsledky, ktoré podnik dosiahol v minulosti. Pomocou tejto analýzy získame prehľad o finančnej situácii podniku, a rovnako budeme schopní predpovedať jej budúci vývoj.

Finančno-ekonomická analýza je rozdelená na dve časti. Ex post, ktorá je retrospektívna a pomocou pomerových ukazovateľov zhodnotíme minulé obdobie podniku. Ex ante, pomocou ktorej predikujeme finančnú situáciu podniku do budúcnosti.

4.1.1. Analýza ex post

Na analýzu pomerových ukazovateľov sme využili údaje zo zverejnených účtovných závierok podniku Littlefinger, s.r.o. z rokov 2016 až 2019. výsledné hodnoty pomerových ukazovateľov sme porovnali so strednými hodnotami jednotlivých ukazovateľov v odvetví, ak boli dostupné.

Likvidita 1. stupňa

Tento ukazovateľ sa označuje aj ako solventnosť. Predstavuje vzťah medzi najlikvidnejším majetkom a okamžité splatnými záväzkami.

$$\frac{\text{finančné účty}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

Tabuľka 4: likvidita 1.stupňa

	2019	2018	2017	2016
Likvidita 1.stupňa	1,203	7,103	2,907	6,959

Z vyššie uvedenej tabuľky môžeme vidieť, že podnik v sledovanom období disponoval vysokou hodnotou peňažných prostriedkov. Akceptovateľné hodnoty ukazovateľa sa pohybujú v rozmedzí od 0,2 – 0,8 a podnik Littlefinger ich výrazne prekročil, čo znamená, že má dostatok prostriedkov na uhrádzanie svojich krátkodobých záväzkov.

Najvyššie hodnoty dosahovala v roku 2018 a 2016, kde hodnota likvidity bola 7,103 a 6,959. V týchto rokoch mal podnik najnižšiu hodnotu krátkodobých záväzkov.

V roku 2019 dosiahla likvidita len 1,203 čo je vzhľadom na uvedené výsledky najnižšia hodnota. V tomto roku výrazne narástli záväzky(mohlo to byť spôsobené záväzkami, ktoré sú po lehote splatnosti), avšak hodnota finančných účtov nezaznamenala nárast, preto nastal výrazný pokles v likvidite.

Likvidita 2. stupňa

Likvidita druhého stupňa berie do úvahy pri výpočte aj krátkodobé pohľadávky. Vzťah na výpočet je nasledovný.

$$\frac{\text{finanč. účty} + \text{k. pohľadávky}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

Tabuľka 5: likvidita 2. stupňa

	2019	medián	2018	medián	2017	medián	2016	medián
Likvidita 2.stupňa	2,414	1,24	9,836	1,65	3,940	1,65	8,136	1,34

Zdroj: vlastné spracovanie

Likvidita druhého stupňa, tak ako aj predchádzajúca dosahovala podstatne vyššie hodnoty, nie len v porovnaní s odporúčanými hodnotami, ktoré sú v rozpätí od 1-1,5, ale aj v porovnaní so strednými hodnotami odvetvia. Vysoká hodnota v roku 2018 a 2016 je spôsobená pomerne nízkymi krátkodobými záväzkami, ktoré v rokoch 2017 a 2019 výrazne narástli oproti predchádzajúcemu obdobiu. Hodnota je ale vo všetkých obdobiach vysoká, pretože podnik disponuje relatívne vysokými krátkodobými pohľadávkami v sledovanom období.

Pri likvidite druhého stupňa je čitateľ doplnený len o krátkodobé pohľadávky, menovateľ zostáva nezmenený preto sa hodnoty v každom roku zvýšili oproti likvidite prvého stupňa.

Likvidita 3. stupňa

Likvidita tretieho stupňa berie do úvahy pri výpočte aj zásoby. Vzťah na výpočet je nasledovný.

$$\frac{\text{fin. účty} + \text{k. pohľ} + \text{zásoby}}{\text{krátkodobé záväzky}}$$

Tabuľka 6: Likvidita 3. stupňa

	2019	medián	2018	medián	2017	medián	2016	medián
Likvidita 3.stupňa	2,416	1,94	9,840	1,80	3,961	1,80	8,151	1,4

zdroj: vlastné spracovanie

Odporúčané hodnoty pri likvidite tretieho stupňa sú 1,5-2,5. Hodnota je vyššia z dôvodu nižšej likvidity zásob. Rovnako ako v predchádzajúcich prípadoch, aj v tomto podnik vykazuje nadpriemerné hodnoty. Môžeme povedať, že podnik by bol schopný uhradiť krátkodobé záväzky svojím krátkodobým majetkom. Hodnota zásob v podniku nie je vysoká, čo môže byť pozitívne, pretože ako sme spomínali zásoby sú najmenej likvidné. Aj v tomto prípade je likvidita najvyššia v roku 2017 a 2019, v týchto rokoch sa znížila hodnota krátkodobých záväzkov, pretože boli splatené. To ovplyvnilo likviditu na všetkých stupňoch v daných rokoch.

Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity hovoria o tom, ako efektívne podnik využíva svoj majetok. Podmienkou stabilnej finančnej situácie je jeho primerané využitie.

Tabuľka 7: Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity	2019	medián	2018	medián	2017	medián	2016	medián
Obrat aktív	1,41	1,26	1,76	1,33	1,42	1,15	1,54	1,29
Doba obratu zásob	0,15	0,00	0,07	0,00	1,18	0,00	0,32	0,00
Doba inkasa pohľadávok	87,53	48,75	43,63	41,98	56,37	43,70	25,17	50,57
Doba splatnosti záväzkov	84,23	108,73	19,66	95,17	73,66	111,90	32,13	119,12

zdroj: vlastné spracovanie

Ukazovateľ obratu aktív nám hovorí o tom, koľkokrát za rok sa aktíva podniku vrátia vo forme tržieb. Ako môžeme vidieť hodnoty sú priaznivé, aj voči stredným hodnotám odvetvia, podnik dosiahol nadpriemerné výsledky. Podnik lepšie využíva svoje aktíva oproti konkurencii v odvetví. Hodnota sa pohybovala na približne rovnakej úrovni celé sledované obdobie. V roku 2018 mierne vzrástla z dôvodu, že hodnota tržieb vzrástla viac, ako hodnota aktív, tie boli v roku 2018 aj 2017 na podobnej úrovni. Vzťah na výpočet obratu aktív bol použitý:

$$\frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}}$$

Doba obratu zásob hovorí o priemernom počte dní, počas ktorých sú viazané v podniku do doby ich spotreby. Z tabuľky môžeme vidieť, že v odvetví stavebníctva sa nepočíta s vysokou úrovňou zásob. Stredne hodnoty odvetvia podnik prekročil len minimálne, čo znamená, že nedisponuje veľkými zásobami. Najvyššiu hodnotu dosiahol v roku 2017, v danom roku mal k dispozícii zásoby v hodnote 6 141€. Vzťah na výpočet bol použitý:

$$\frac{\text{Zásoby} * 360}{\text{Tržby}}$$

Ukazovatele doby inkasa pohľadávok a doby splácania záväzkov vypovedajú o tom ako rýchlo hradíme svoje záväzky, a ako rýchlo sú nám hradené pohľadávky. Vo všeobecnosti by malo platiť, že doba inkasa pohľadávok by mala byť kratšia, ako doba splácania záväzkov. V roku 2016 a 2017 to bolo dodržané, inkaso pohľadávok malo kratšiu dobu, ako úhrada záväzkov. V roku 2018 podnik radikálne znížil dobu splácania svojich záväzkov. V roku 2019 doba splácania záväzkov opäť narástla ale stále bola nižšia ako doba inkasa pohľadávok. V splácaní záväzkov podnik vykazuje lepšie hodnoty ako odvetvie, čo sa týka inkasa pohľadávok odberatelia mu platia pomalšie ako je priemer v odvetví. Dobu inkasa pohľadávok sme vypočítali pomocou vzťahu:

$$\frac{\text{Krátkodobé pohľadávky} * 360}{\text{Tržby}}$$

Vzťah na dobu splácania záväzkov:

$$\frac{\text{Krátkodobé záväzky} * 360}{\text{Náklady}}$$

Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability hovoria o efektívnosti podnikovej činnosti, teda ako sa využíva a zhodnocuje kapitál.

Tabuľka 8: Ukazovatele rentability

Ukazovateľ rentability	mj	2019	medián	2018	medián	2017	medián	2016	medián
ROA	%	6,39	-	16,08	-	23,24	-	33,93	-
ROE	%	8,96	9,88	17,46	6,91	29,64	10,69	37,37	12,05
ROI	%	6,39	-	16,09	-	23,24	-	33,93	-
ROS	%	4,53	4,33	9,16	3,31	16,46	4,88	21,97	4,80

zdroj: vlastné spracovanie

Môžeme vidieť, že v sledovanom období sa hodnoty rentability pohybujú vo vysokých hodnotách ale postupne tieto hodnoty klesajú. Najpriaznivejší rok je rok 2016, kedy podnik dosiahol najvyššie hodnoty rentability vo všetkých typoch, čo bolo spôsobené nízkou hodnotou majetku, zdrojov krytia a tržieb, a tým pádom výsledok hospodárenia po zdanení tvoril väčší podiel na jednotlivých hodnotách. Uvedené rentability majú negatívny trend, pretože vo všetkých rokoch klesali, avšak zväčša dosahovali vyššie hodnoty ako priemerné hodnoty odvetvia. Najnižšie hodnoty podnik dosiahol v roku 2019, kedy došlo k poklesu zisku na 123 597 €, čo predstavuje najnižšiu hodnotu zisku od roku 2019 do roku 2016. Výnosy síce rástli rovnakým tempom ako po minule roky, avšak náklady v tomto roku rástli rýchlejšim tempom ako obvykle.

Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti slúžia na monitorovanie štruktúry finančných zdrojov podniku. Podiel vlastných a cudzích zdrojov ovplyvňuje finančnú stabilitu podniku. Vysoký podiel vlastných zdrojov robí podnik stabilným, nezávislým, naopak pri ich nízkom podiele môže byť podnik labilný. Vlastný kapitál je pre podnik drahší, pretože vlastníci očakávajú väčšie zhodnotenie. Pri požičanom kapitáli sa platí úrok, ktorý sa dáva do nákladov.

Tabuľka 9: Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti	mj	2019	2018	2017	2016
Stupeň samofinancovania	%	71,36	92,08	78,43	90,82
Finančná páka	koef	1,40	1,09	1,28	1,10
Celková zadlženosť	%	28,45	7,92	21,57	9,18

zdroj: vlastné spracovanie

Pomerové ukazovatele zadlženosti podniku, konkrétne stupeň samofinancovania a celková zadlženosť hovoria o tom, či je podnik schopný financovať svoju podnikateľskú aktivitu prostredníctvom vlastného kapitálu alebo je pre jeho fungovanie potrebný aj cudzí

zdroj financovania. Z vyššie uvedenej tabuľky je zrejmé, že podnik svoju činnosť z veľkej časti financuje sám. Hodnoty samofinancovania sú nadštandardné. Najnižšiu hodnotu môžeme vidieť v roku 2019, ktorá bola spôsobená tým že čistý zisk podniku v tomto roku poklesol.

Pri celkovej zadlženosti je medián odvetvia za sledované obdobie skoro 58%, čiže hodnoty podniku Littlefinger, s.r.o. sa nachádza mimo hodnôt konkurencie a sú mimoriadne nízke. Úroveň zadlženosti sa pohybuje na nízkej úrovni aj preto, že podnik nemá žiadne bankové úvery.

Za prijateľnú hornú hranicu finančnej páky sa vo vyspelých európskych krajinách považuje hodnota 3. v podniku Littlefinger, s.r.o. je najvyššia dosiahnutá hodnota 1,4, čo môžeme považovať za priaznivú úroveň.

Ukazovateľ úverová zadlženosť nebol relevantný, keďže podnik nečerpá žiadny bankový úver.

Zlaté bilančné pravidlo a ČPK

Zlaté bilančné pravidlo posudzuje vzťah medzi majetkom a zdrojmi. Konkrétne platí, že na krytie dlhodobého viazaného majetku je prípustné použiť len zdroje, ktoré má podnik dlhodobo k dispozícii.

Preto sme porovnali dlhodobý majetok (neobežný majetok) s dlhodobými zdrojmi jeho krytia (vlastné imanie a dlhodobé záväzky)

Tabuľka 10: Zlaté bilančné pravidlo

Zlaté bilančné pravidlo	mj	2019	2018	2017	2016
Dlhodobý majetok	€	609 370	311 790	197 735	202 625
Dlhodobé zdroje	€	1 380 078	1 256 137	1 036 612	729 307
Rozdiel	€	-770 708	-944 347	-838 877	-526 682

Hodnotenie **Prekapitalizovaný**

zdroj: vlastné spracovanie

Z tabuľky vidíme, že dlhodobý majetok podniku je nižší ako jeho zdroje krytia, a teda v sledovanom období je podnik prekapitalizovaný. Čo je žiaduci stav, a svoj neobežný majetok kryje zdrojmi, ktoré sú v podniku dlhodobo k dispozícii.

V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť výpočet čistého pracovného kapitálu, ktorý dosahuje v sledovanom období kladné hodnoty, čo znamená, že podnik nemá nekrytý dlh a môžeme to považovať za priaznivý stav.

Tabuľka 11: Výpočet čistého pracovného kapitálu

ČPK	mj	2019	2018	2017	2016
Krátkodobý majetok	€	1 323 323	1 048 516	1 123 012	600 428
Krátkodobé zdroje	€	547 715	106 554	283 501	73 667
Rozdiel	€	775 608	941 962	839 511	526 761

zdroj: vlastné spracovanie

4.1.2. Analýza ex ante

Analýza ex ante hodnotí podnik na základe výsledkov dosiahnutých v minulosti, na základe ktorých môžeme predpovedať budúcu finančnú situáciu podniku. Na hodnotenie sa využívajú rôzne metódy, ktoré hodnotia či bude podnik zaradený medzi prosperujúce alebo neprosperujúce. Na predpovedanie finančnej situácie sme zvolili metódy: rýchly test, index bonity a Altmanovo Z-skóre.

Rýchly test

Metóda rýchly test je jednou z najznámejších aj najčastejšie využívaných metód pri analýze ex ante.

Tabuľka 12:Rýchly test

	2019		2018		2017		2016	
Ukazovateľ	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body
Podiel vlastného kapitálu	71,36%	1	92,08%	1	78,43%	1	90,82%	1
Doba splácania cudzieho kapitálu	-0,45	1	-2,21	1	-1,53	1	-1,42	1
Podiel CF na výkonoch	8,53%	2	12,22%	1	18,85%	1	24,89%	1
Rentabilita celkového kapitálu	6,39%	4	16,08%	1	23,24%	1	33,93%	1
Body spolu		8		4		4		4

zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 13: Metóda rýchleho testu

Ukazovateľ	Bodová stupnica				
	Veľmi dobrý (1)	Dobrý (2)	Stredný (3)	Zlý (4)	Ohrozený insolventnosťou (5)
Podiel vlastného kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	záporný
Doba splácania cudzieho kapitálu	< 3 roky	< 5 rokov	< 12 rokov	> 12 rokov	> 30 rokov
Podiel CF na výkonoch	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	záporný
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	záporná

zdroj: vlastné spracovanie

Metóda rýchleho testu pracuje so štyrmi ukazovateľmi a jednou bodovou stupnicou. Z konštrukcie bodovej stupnice vyplýva, že finančná budúcnosť podniku je tým istejšia, čím menší počet bodov získa na intervale <4;20>.

V sledovanom období môžeme vidieť, že podnik vykazoval veľmi dobre hodnoty v rokoch 2016 až 2018. V roku 2019 dosiahli jednotlivé ukazovatele najnižšie hodnoty. V tomto roku relatívne výrazne poklesol výsledok hospodárenia oproti predchádzajúcim obdobiam. V rokoch 2016 až 2018 bola výsledná hodnota na základe súčtu jednotlivých priradených bodov najnižšia, čo predstavovalo najnižšiu hodnotu na definovanom intervale, čo značí veľmi dobrú finančnú budúcnosť, teda pozitívnu predikciu. Napriek tomu sa stav bodov v roku 2019 oproti minulým obdobiam zhoršil o 4 body, podnik dosiahol 8 bodov, čo stále spadá do pozitívnych hodnôt v rámci daného intervalu. Výslednú hodnotu v roku 2019 ovplyvnili najmä posledné dva ukazovatele - podiel CF na výkonoch a rentabilita celkového kapitálu. ukazovateľ rentability celkového kapitálu sa zmenil z hodnoty 1 na hodnotu 4, čo je radikálna zmena. Táto zmena bola zapríčinená tiež položkou výsledok hospodárenia, ktorá ako sme už spomenuli, poklesla o skoro 100 000€ a úroveň celkového kapitálu sa zvýšila o viac ako 500 000€, čo spôsobilo nižší výsledok rentability, respektíve podiel výsledku hospodárenia po zdanení na celkovom kapitáli.

Index bonity

Index bonity je viacrozmerná diskriminačná funkcia, ktorá priradzuje šiestim ukazovateľom rôzne váhy. Na konci je výsledok diskriminačnej funkcie, ktorý na základe stupnice hodnotí finančnú situáciu firmy. Platí, že čím je index bonity vyšší, tým je finančná situácia firmy lepšia. Naopak záporné hodnoty upozorňujú na to, že firma je ohrozená insolventnosťou.

Tabuľka 14: Vzťah na výpočet ukazovateľov indexu bonity

X₁	cash flow / cudzí kapitál
X₂	celkový kapitál / cudzí kapitál
X₃	zisk pred zdanením / celkový kapitál
X₄	zisk pred zdanením / celkové výkony
X₅	zásoby / majetok celkom
X₆	celkové výkony / celkový kapitál

zdroj: vlastné spracovanie

Diskriminačná funkcia pri indexe bonity má tvar:

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

Tabuľka 15: Ukazovatele indexu bonity

Ukazovateľ	2019	2018	2017	2016
X ₁	0,63081	4,07869	1,85493	6,28033
X ₂	0,27936	1,01064	0,37089	0,87116
X ₃	0,82480	2,05465	2,94947	4,35901
X ₄	0,29234	0,58543	1,04423	1,41115
X ₅	0,00017	0,00011	0,00139	0,00041
X ₆	0,14107	0,17548	0,14123	0,15445
Index bonity	2,17	7,90	6,36	13,08
Finančná situácia	Veľmi dobrá	Extrémne dobrá	Extrémne dobrá	Extrémne dobrá

zdroj: vlastné spracovanie

Podľa metódy index bonity môžeme zaradiť podnik Littlefinger medzi podniky s extrémne dobrou finančnou situáciou. V roku 2016 bola dosiahnutá najvyššia úroveň hodnoty indexu. Najvýraznejšie zmeny sú viditeľné pri ukazovateľoch X₁ a X₃. v tomto roku mal podnik najnižšie záväzky za sledované obdobie, a zároveň pomerné vysoký výsledok hospodárenia. V rokoch 2017 až 2019 nastal výrazný pokles, aj keď dosiahnuté hodnoty patrili stále do

kategórie extrémne dobrej finančnej situácie, až na rok 2019 kedy sa zmenila na veľmi dobrú finančnú situáciu. Najvýraznejší pokles môžeme vidieť medzi obdobiami 2016 a 2017, kedy hodnota indexu poklesla z hodnoty 13,08 na hodnotu 6,37, pričom najväčšia zmena bola v ukazovateli X_1 , ktorá bola spôsobená zvýšením objemu záväzkov.

Altmanovo Z-skóre

Metóda Altmanovo Z-skóre je efektívnym nástrojom finančnej analýzy, ktorá pomocou šiestich vybraných ukazovateľov umožňuje predikovať budúcnosť podnikov.

Tabuľka 16: Vzťah na výpočet ukazovateľov Altmanovho Z-skóre

X_1	čistý pracovný kapitál / celkový kapitál
X_2	nerozdelený zisk / celkový kapitál
X_3	zisk pred úrokmi a zdanením / celkový kapitál
X_4	trhová hodnota vlastného imania / cudzí kapitál
X_5	tržby / celkový kapitál

zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 17: Ukazovatele Altmanovo Z-skóre

Ukazovateľ	2019	2018	2017	2016
X_1	0,29	0,50	0,46	0,47
X_2	0,55	0,64	0,46	0,48
X_3	0,26	0,64	0,92	1,35
X_4	1,05	4,89	1,53	4,15
X_5	1,41	1,75	1,41	1,54
Z-skóre	3,55	8,41	4,77	8,00
Finančná situácia	Dobrá finančná situácia			

zdroj: vlastné spracovanie

Vyhodnotenie:

$Z' > 2,90$ Bezpečná zóna, finančná situácia podniku je v súčasnosti aj v budúcnosti dobrá.

$1,20 \leq Z' \leq 2,90$ Šedá zóna, nevyhranené finančné výsledky.

$Z' < 1,20$ Krízová zóna, finančná situácia je dramatická, hrozí bankrot.

Po zhodnotení výsledkov z Altmanovho Z-skóre môžeme podnik Littlefinger, s.r.o. zaradiť medzi podniky s dobrou finančnou situáciou. Výsledne hodnoty z-skóre sa pohybujú na najvyššom intervale, teda v „bezpečnej zóne“. V roku 2019 ukazovateľ Z-skóre výrazne poklesol oproti roku 2018 a to z toho dôvodu, že úroveň ukazovateľa X_4 sa znížila, čo bolo spôsobené zvýšeným objemom záväzkov, ktoré vzrástli z hodnoty 107 948 € na hodnotu

549 920 €. Hodnota ukazovateľa X_4 vo všetkých rokoch najviac ovplyvnila výsledný výpočet. Ostatné pomerové ukazovatele sa menili v menšej miere.

Na základe výsledkov z analýzy ex ante môžeme hodnotiť podnik veľmi pozitívne. Dosahuje nadpriemerne výsledky. Na základe vykonanej finančnej analýzy konštatujeme, že podnik má výrazné predpoklady fungovania v budúcnosti a dosahovania kladných odčerpateľných zdrojov, čo vytvára predpoklad na použitie podnikateľskej metódy pri neobmedzenej životnosti.

4.2. Makroekonomická analýza

Všetky podniky pôsobia v ekonomickom prostredí, ktoré ich môže do určitej miery ovplyvňovať. Medzi najvýznamnejšie makroekonomické ukazovatele môžeme zaradiť nezamestnanosť, HDP a infláciu. Preto si ich bližšie rozoberieme v tejto podkapitole.

4.2.1. Vývoj HDP

Tabuľka 18: Vývoj HDP v SR

Ukazovateľ	mj	2020	2019	2018	2017	2016
HDP v bežných cenách	mld. €	91,1	93,87	89,51	84,53	81,05
Medziročná zmena	%	-2,9	4,9	5,9	4,3	1,6
Podiel stavebníctva na tvorbe HDP	%	5,7	6,7	7,8	7,4	7,1

zdroj: vlastné spracovanie podľa štatistického úradu SR

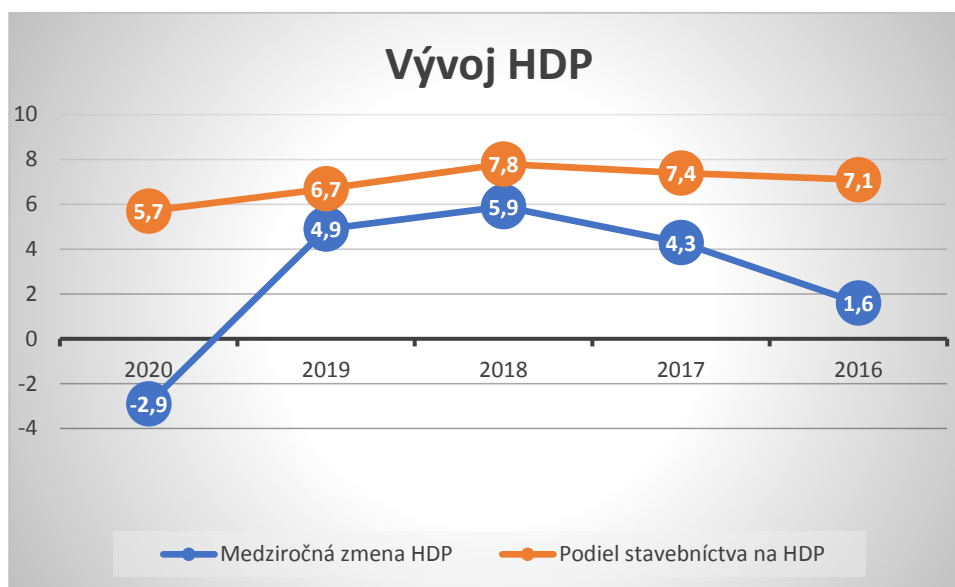
Ako môžeme vidieť hrubý domáci produkt na Slovensku od roku 2016 do roku 2019 rástol. V roku 2020 zaznamenal mierny pokles o 2,9%, čo bolo spôsobené celosvetovou pandémiou. Celkovo HDP vzrástlo od roku 2016 do roku 2019 o viac ako 15%. Priemerný medziročný rast v sledovanom období predstavoval približne 3%. Najväčší nárast bol zaznamenaný z roku 2017 na 2018.

Podiel stavebníctva na tvorbe HDP rástol v rokoch 2016 až 2018. V roku 2019 bol zaznamenaný pokles, ktorý pokračoval aj v roku 2020.

Celkovo sa predpokladá, že hrubý domáci produkt v najbližšom období bude mierne rásť, najmä vďaka rýchlejšiemu reštartu ekonomiky po prvej vlne pandémie.

Na nasledujúcom grafe môžeme vidieť porovnanie medziročnej zmeny HDP a podielu stavebníctva na tvorbe HDP. Pri hrubom domácom produkte môžeme pozorovať väčšie výkyvy, a v roku 2020 dokonca pokles pod mínusové hodnoty. Podiel stavebníctva na tvorbe HDP neprešiel výraznými zmenami.

Graf 1: Vývoj HDP



zdroj: vlastné spracovanie

4.2.2. Vývoj nezamestnanosti

Nezamestnanosť na Slovensku za roky 2016 – 2019 každoročne klesala. Zmenilo sa to v roku 2020, kedy znova narástla. Nezamestnanosť medziročne rástla počas celého roka 2020, toto tempo sa však zrýchlilo najmä v treťom a štvrtom štvrtroku.

Tabuľka 19: Vývoj nezamestnanosti na Slovensku

Ukazovateľ	mj	2020	2019	2018	2017	2016
Miera nezamestnanosti v SR	%	6,7	5,8	6,6	8,1	9,7

Zdroj: vlastné spracovanie podľa štatistického úradu SR

Počet uchádzačov o zamestnanie, ktorí môžu ihneď nastúpiť sa od roku 2016 znižoval, avšak v roku 2020 sa ich počet začal zvyšovať, rovnaký trend sa predpokladá aj na rok 2021. Pokles v roku 2020 bol spôsobený najmä korona krízou, vďaka čomu rástla prevažne krátkodobá nezamestnanosť. Každý druhý nezamestnaný človek prišiel o prácu

počas posledného polroka. Nezamestnanosť sa najviac zvýšila v dvoch najpočetnejších vekových skupinách, a to 35-49 rokov a 25-34 rokov.⁷²

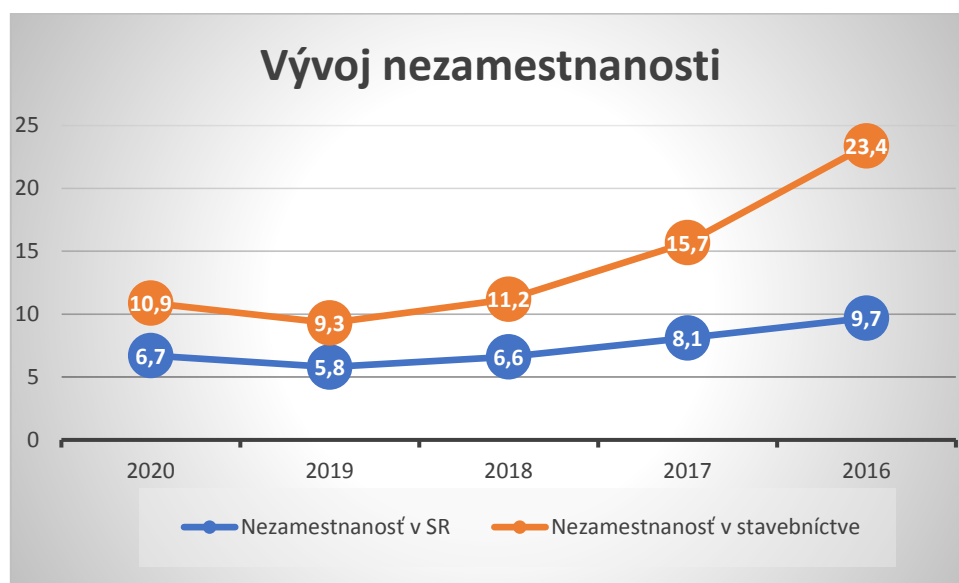
Tabuľka 20: Vývoj nezamestnanosti v stavebníctve

Ukazovateľ	mj	2020	2019	2018	2017	2016
Nezamestnanosť v stavebníctve	%	10,9	9,3	11,2	15,7	23,4

zdroj: vlastné spracovanie podľa štatistického úradu SR

Ako môžeme vidieť v tabuľke vyššie nezamestnanosť v stavebníctve mala podobný priebeh ako celková miera nezamestnanosti. Teda najskôr klesala do roku 2019 a v roku 2020 mierne stúpala.

Graf 2: Vývoj nezamestnanosti v SR a v stavebníctve



zdroj: vlastné spracovanie

4.2.3. Vývoj inflácie

„O inflácii hovoríme vtedy, keď dochádza k všeobecnému rastu cien tovarov a služieb, nie len k rastu cien jednotlivých položiek. To znamená, že za jedno euro sa toho dá kúpiť menej ako v minulosti, resp. euro má menšiu hodnotu ako kedysi.“⁷³

⁷² SHUTTERSTOCK. Nezamestnanosť na Slovensku rastie už 9 mesiacov, pribúda mladých bez práce.2020 [online zdroj] Dostupné na: <https://ekonomika.pravda.sk/ludia/clanok/570768-nezamestnanost-na-slovensku-rastie-uz-9-mesiacov/>

⁷³ Všeobecný rast cien. [online zdroj]. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.sk.html>

Tabuľka 21: Miera inflácie na Slovensku

Ukazovateľ	mj	2020	2019	2018	2017	2016
Miera inflácie	%	2,0	2,8	2,5	1,4	-0,5

zdroj: vlastné spracovanie podľa štatistického úradu SR

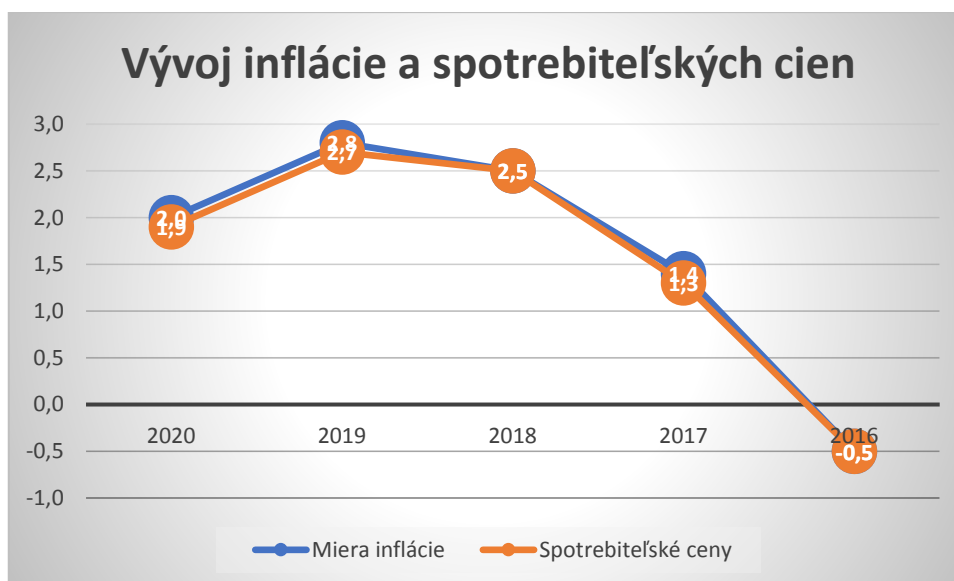
Ako môžeme vidieť na začiatku sledovaného obdobia, na Slovensku miera inflácie klesla do záporných čísel, čo predstavuje defláciu. Pre hospodárstvo krajiny to nie je pozitívny jav. Hlavnými faktormi, ktoré to ovplyvňovali boli predovšetkým nízke ceny energii, nízka dynamika cien trhových služieb a nízka dynamika cien potravín. Od roku 2017 inflácia stúpala až do roku 2019. Miera inflácie v roku 2020 klesla na 2% a bola najnižšia od roku 2017. Dôvodom poklesu boli nízke ceny v odbore doprava, predovšetkým nízke ceny pohonných hmôt. Odvrátiť výraznejšie zníženie pomohli rasti cien bývania a potravín.

Tabuľka 22: Vývoj spotrebiteľských cien na Slovensku

Ukazovateľ	mj	2020	2019	2018	2017	2016
Spotrebiteľské ceny	%	1,9	2,7	2,5	1,3	-0,5

zdroj: vlastné spracovanie podľa štatistického úradu

V predchádzajúcej tabuľke môžeme vidieť vývoj spotrebiteľských cien. Je podobný, ako vývoj inflácie. V niektorých rokoch rástli spotrebiteľské ceny mierne pomalšie. Podľa štatistického úradu SR v roku 2020 najviac vzrástli ceny za rozličné tovary a služby, a to až o 4,1% ďalej zdraželi reštaurácie a hotely o 3,9% a zdravotníctvo o 3,7%. ceny bývania a energii vzrástli o 2,4%

Graf 3: Vývoj inflácie a spotrebiteľských cien na Slovensku

zdroj: vlastné spracovanie

Na grafe môžeme vidieť rozdiel vo vývoji inflácie a spotrebiteľských cien na Slovensku v rokoch 2016 až 2020.

4.2.4. Predikcia

Slabý globálny obchod v roku 2020 pod vplyvom protekcionistických opatrení a zvýšenej neistoty spomalil aj slovenskú ekonomiku. V štvrtom štvrtí roku 2020 pokleslo HDP oproti rovnakému obdobiu v roku 2019 o 5,3%. Slovenská ekonomika skĺzla do recesie avšak nebola tak hlboká, ako sa pôvodne predpokladalo.

Zamestnanosť v roku 2020 výraznejšie poklesla a jej zvyšovanie sa predpokladá v druhej polovici roku 2021 až 2022. V treťom štvrtroku sa podarilo zastaviť pokles zamestnanosti avšak druhá vlna pandémie spôsobilá jej opätovné prehĺbenie. Najviac postihnutým odvetvím boli služby. Naopak, priemysel bol do veľkej miery imúnny voči prepúšťaniu, pretože protipandemické opatrenia sa ho priamo nedotýkali. Zmiernenie rastu ekonomiky sa prejavilo aj na mzdách, ktoré spomalili svoj doterajší silný rast. Predpoklad hovorí, že v roku 2021 by rast miest mal byť 4,8%.

Zahraničný dopyt poklesol najvýraznejšie v druhom štvrtroku 2020, následne začal znova rásť. Napriek všetkému sa predpokladá aj v tomto roku rast zahraničného dopytu.

Inflácia v roku 2020 poklesla oproti predchádzajúcemu roku o 0,8%, bola na úrovni 1,9%. Predpokladá sa, že v spomaľovaní bude pokračovať aj v roku 2021. Tlmiaco by mali pôsobiť klesajúce ceny energií a nižší spotrebiteľský dopyt. Z celkového spomalenia inflácie v roku 2021 by ceny energií mali tvoriť takmer polovicu. V dôsledku ochladenia ekonomiky by inflácia mala spomaľovať, až do druhej polovice roka 2021. Následne sa očakáva, že dopytové tlaky a zlepšenie situácie na trhu práce spôsobia opätovný nárast inflácie.⁷⁴

4.3. Sektorová analýza odvetvia

Podnik Littlefinger s.r.o. pôsobí v odvetví stavebníctva, presnejšie podľa SK NACE, ako Ostatné špecializované stavebné práce a Ostatné stavebné kompletizačné a dokončovacie práce. Na trhu sa v súčasnosti nachádza veľa stavebných firiem avšak Littlefinger s.r.o. vyniká svojou špecializáciou na výstavbu aj rekonštrukciu mostov, vozoviek a tunelov. Na slovenskom trhu nie je veľa podnikov, ktoré by mali rovnakú špecializáciu.

⁷⁴ Národná banka Slovenska. Strednodobá predikcia 4. štvrtrok 2020. [online zdroj]. ISSN 1338-1466. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2020/protected/P4Q-2020.pdf

4.3.1. SWOT analýza

SWOT analýza hodnotí a zachytáva najdôležitejšie činitele, ktoré ovplyvňujú výkon podniku pozitívnym alebo negatívnym smerom. Identifikuje a poukazuje na príležitosti, ktoré môže podnik využiť ale aj na ohrozenia, ktoré môžu podnik ovplyvniť. V nasledujúcej tabuľke sú uvedené silné a slabé stránky podniku s príležitosťami a ohrozeniami.

Tabuľka 23: SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
dlhoročné skúsenosti v stavebníctve	slabá motivácia zamestnancov pracovať na inováciách
špecifické zameranie	rýchle zastarávanie technológií (strojov)
skúsení zamestnanci/malá fluktuácia	nevyužívanie motivačných metód
efektívna technológia	slabá propagácia firmy
úspešnosť pri získavaní štátnych zákaziek	
Príležitosti	Ohrozenia
zvýšenie trhového podielu	zahraničná konkurencia
nemusia sa obávať vstupu konkurentov	nepriaznivá politika SR
presadiť sa na zahraničnom trhu	citlivosť na výkyvy v ekonomike
investície SR do infraštruktúry	rast cien materiálu

zdroj: vlastné spracovanie

Interná analýza

Použili sme stupňové hodnotenie, známka mala interval 1 - 5, kde 1 predstavovalo najmenej dôležitý faktor a 5 najdôležitejší faktor. Súčet váh musí byť rovný 1. Hodnota predstavuje vynásobenie známky váhou.

Tabuľka 24: Interná analýza

Silné stránky	Známka	Váha	Hodnota	Slabé stránky	Známka	Váha	Hodnota
Dlhoročné skúsenosti v stavebníctve	3	0,2	0,6	Slabá motivácia zamestnancov pracovať na inováciách	2	0,1	0,2
Špecifické zameranie	5	0,3	1,5	Rýchle zastarávanie technológií	4	0,5	2
Efektívna technológia	4	0,3	1,2	Slabá propagácia firmy	3	0,2	0,6

Skúsení zamestnanci/malá fluktuácia	2	0,1	0,2	Nevyužívanie motivačných metód	2	0,2	0,4
Úspešnosť v štátnych zákazkách	2	0,1	0,2	-	-	-	-
Spolu	16	1	3,7	Spolu	11	1	3,2

zdroj: vlastné spracovanie

Externá analýza

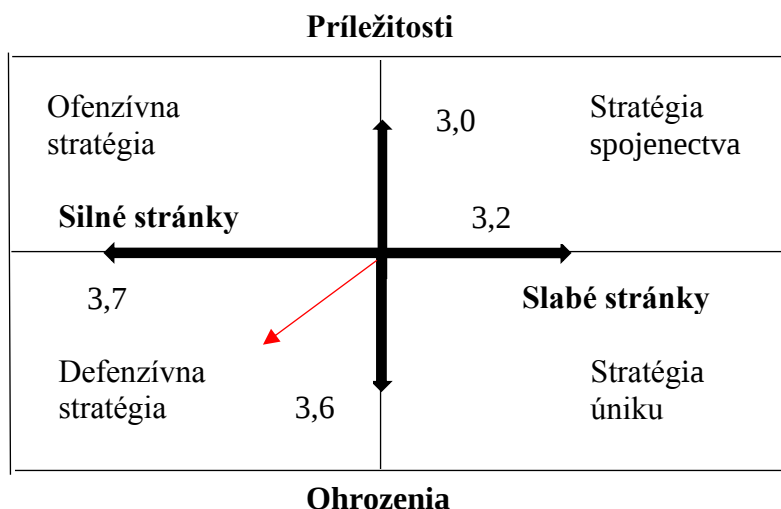
Rovnaký postup ako pri internej analýze sme zvolili aj pri externej. Známkou mala interval od 1 do 5, kde 5 bol najvýznamnejší faktor a 1 najmenej dôležitý. Súčet váh sa musí rovnať 1. Výsledná hodnota predstavuje vynásobenie známky príslušnou váhou.

Tabuľka 25: Externá analýza

Príležitosti	Známka	Váha	Hodnota	Ohrozenia	Známka	Váha	Hodnota
Zvýšenie trhového podielu po kríze	3	0,3	0,9	Zahraničná konkurencia	2	0,2	0,4
Nemusia sa obávať vstupu konkurencie	1	0,1	0,1	Nepriaznivá politika SR	3	0,2	0,6
Presadenie na zahraničnom trhu	2	0,2	0,4	Citlivosť na výkyvy v ekonomike	5	0,5	2,5
Investície SR do infraštruktúry	4	0,4	1,6	Rast cien materiálu	1	0,1	0,1
Spolu	10	1	3	Spolu	11	1	3,6

zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 26: Matica - typ stratégie



zdroj: vlastné spracovanie

Na základe SWOT analýzy môžeme vidieť, že v podniku Littlefinger s.r.o. prevládajú silné stránky nad slabými ale ohrozenia nad príležitosťami. Podnik teda môže využiť defenzívnu stratégiu, čo znamená, že má dostatočnú silu aby minimalizoval nástrahy externého prostredia, ktoré môžu ohroziť podnik a zároveň si udržal stabilnú pozíciu.

Medzi najvýznamnejšie silné stránky patrí ich špecifické zameranie a technológie, ktoré využívajú. Podnik pôsobí v odvetví stavebníctva, ale zameriava sa na dopravné stavby (vozovky, mosty, tunely) a špeciálne stavebné práce. Na domácom trhu sa nenachádza veľa podnikov, ktoré by mali rovnaké zameranie, a preto nie je konkurencia vysoká. Využívajú najmodernejšie strojové vybavenie, ale aj inovatívne materiály a technologické postupy, a preto dokážu pracovať aj v zlom počasí. Vďaka tomu je aj kvalita ich práce na vysokej úrovni. Keďže na trhu pôsobia už 11 rokov, majú veľa skúsenosti a kvalifikovaných zamestnancov, ktorí majú dlhoročnú prax. Podnik získava veľa štátnych zákaziek, pretože nemajú prehnanú cenu a ponúkajú vysokú kvalitu.

Využívanie výrobných technológií má aj druhú stranu a to, že sa rýchlo opotrebuje, zastaráva a môže nastať kazovosť. To môže viesť k zvýšeným nákladom na opravu a modernizáciu. Firma nevyužíva žiadnu reklamu na svoju propagáciu. Reklama by mohla pomôcť podniku dostať sa do povedomia zákazníkov. Ďalšiu slabú stránku predstavuje nepodieľanie sa zamestnancov na inováciách. To je spôsobené tým, že podnik nemá oddelenie na výskum a vývoj, a tak zamestnanci, ktorí v podniku pracujú nemajú dostatočnú kvalifikáciu. Ďalšou slabou stránkou je nevyužívanie metód na zvyšovanie motivácie

zamestnancov, pretože motivovaní zamestnanci môžu prispieť k zlepšeniu procesov v podniku.

Medzi najvýznamnejšie ohrozenia patrí citlivosť na výkyvy v ekonomike, pretože stavebníctvo patrí medzi prvé odvetvia, ktoré nato reagujú. Ďalej je to nepriaznivá politika SR, ktorá je zameraná skôr na podporu v sociálnej oblasti, ako na súkromný sektor. Medzi ďalšie ohrozenia môžeme zaradiť zahraničnú konkurenciu, ktorá mnohokrát ponúka podobné služby za výhodnejšie ceny. Konkurencia môže tlačiť ceny poskytovaných služieb dole, a to aj na úkor kvality. Medzi najmenej významný faktor sme zaradili rast cien materiálu, pretože to nie sú dramatické zmeny, ale z dlhodobého pohľadu to môže spôsobiť zvyšovanie nákladov.

V súčasnosti SR vo veľkej miere investuje do infraštruktúry, čo môže pre podnik predstavovať významnú príležitosť, pretože sa špecializujú na dopravné stavby. Vzhľadom na aktuálnu situáciu vo svete sa ekonomika spomalila, čo môže byť pre niektoré menej stabilné podniky likvidačné. Predstavuje to príležitosť pre podniky, ktoré túto krízu zvládnu prekonať, a tak budú mať možnosť zvýšiť svoj trhový podiel na domácom trhu.

Keďže podnik nepôsobí na zahraničnom trhu a disponuje výhodnou geografickou polohou, mohlo by byť výhodné zamerať sa aj na zahraničných zákazníkov. Podnik sa nemusí obávať vstupu konkurentov na trh. Jedná sa o odvetvie, do ktorého sú pri vstupe potrebné vysoké náklady, a preto sa nepredpokladá enormný nárast konkurentov.

4.3.2. Vývoj finančných ukazovateľov v odvetví

Pri pozorovaní pomerových ukazovateľov sme zistili nasledovné. Likvidita druhého a tretieho stupňa má v posledných štyroch rokoch tendenciu rásť. Tento trend je na jednej strane pre podniky pozitívny, pretože sú platobné schopné, na strane druhej to pre podniky nemusí byť výhodné, pretože vysoká likvidita znamená, že podniky držia veľa hotovostných prostriedkov, ktoré by mohli byť investované, ale takto neprinášajú žiadny výnos.

Doba splatnosti pohľadávok a doba splatnosti záväzkov v posledných rokoch klesá. Pre podniky v tomto odvetví je to dobrá správa, pretože počet dní za ktoré zinkasujú svoje pohľadávky alebo uhradia svoje záväzky sa znižuje.

Obrat aktív v rokoch 2015 až 2017 klesal, čo znamená že efektívnosť využívania aktív v odvetví klesala. To znamená, že podniky disponovali menším majetkom alebo im klesali tržby. V roku 2018 obrat aktív opäť narástol, podľa DATAcube tržby v tomto roku

v odvetví stavebníctva narástli. To môže znamenať, že obrat aktív sa v roku 2018 zvýšil kvôli nárastu tržieb.

Pomer vlastného imania k záväzkom za sledované obdobie narastá. Tento ukazovateľ hovorí o tom, či je podnik v kríze. Jeho rastúci trend je preto dobrým znamením.

Celková zadlženosť aktív v rokoch 2015 až 2017 klesala. To znamená, že podiel aktív financovaných z cudzích zdrojov klesá a narastá podiel aktív financovaných z vlastných zdrojov. Potvrďuje to aj ukazovateľ úrokového krytia, ktorý sa v týchto rokoch zvyšoval. V roku 2018 celková zadlženosť aktív vzrástla a naopak úrokové krytie pokleslo, čo znamená, že sa zvýšil podiel aktív financovaných z cudzích zdrojov.

V sledovanom období (2015-2018) ukazovateľ tokového zadlženia klesal. To znamená, že podniky sú schopne rýchlejšie splácať svoje dlhy.

Rentabilita vlastného imania z roku 2015 na rok 2016 pomerne výrazne vzrástla. Od roku 2016 do 2018 znova mierne klesala. Rentabilita aktív a tržieb mala rovnaký priebeh, ako rentabilita vlastného imania.

Podiel novovytvorenej hodnoty v tržbách si udržiava približne rovnakú hodnotu. Nie je zaznamenaný ani výrazný nárast ale ani výrazný pokles. Ukazovateľ hovorí o tom, ako sú podniky schopné vytvoriť novú hodnotu po zaplatení nie len hlavných výrobných vstupov ale aj odpisov a osobných nákladov. Keďže ukazovateľ nezaznamenáva výrazne zmeny, môže to poukazovať na atraktívnosť odvetvia.

Podiel pridanej hodnoty v tržbách v prvých troch rokoch konštantne narastal v poslednom roku (2018) mierne poklesol, nebol to ale markantný pokles. Vysoká pridaná hodnota je zaujímavá, pretože hovorí o tom, že výkon ekonomiky stúpa a je veľký priestor na tvorbu zisku pre podniky.⁷⁵

4.3.3. Vývoj stavebnej produkcie v SR

V júni 2019 vydalo ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky Ročenku slovenského stavebníctva. Cieľom tejto publikácie je poskytnúť informácie o vývoji stavebníctva.

Postavenie stavebníctva v hospodárstve

Stavebníctvo je aj napriek rôznym ekonomickým dopadom stále považované za jedno z rozhodujúcich odvetví slovenskej ekonomiky. V roku 2018 sa podiel stavebníctva

⁷⁵Stredné hodnoty odvetvia 433 – Kompletizačné a dokončovacie práce. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/stredne_hodnoty_odvetvia_43_3%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/stredne_hodnoty_odvetvia_43_3%20(1).pdf)

na tvorbe HDP pohyboval na úrovni 7,8% (b.c) a v stavebníctve bolo zamestnaných približne 7% z celkového počtu osôb pracujúcich v hospodárstve. Stavebníctvo je súčasne hlavným realizátorom stavieb a budov, ktoré sú dôležitou súčasťou investícií, resp. tvorby hrubého fixného kapitálu v celom hospodárstve. „V neposlednom rade je stavebníctvo významným indikátorom konjunkturálneho vývoja celej ekonomiky, je tesne zviazané s odchýlkami a pohybmi v ekonomike. V tomto zmysle reaguje priamo a okamžite na zmeny v hospodárskom cykle a pôsobí multiplikačne na rozvoj ďalších odvetví. Znamená to, že investovanie do výstavby vyvoláva v ekonomike krajiny nadväzne celú reťaz dopytu v styčných sektoroch po tovaroch a službách, čo sa priaznivo odzrkadľuje najmä v oblasti hospodárskych aktivít, v zamestnanosti a spätne v bilancii verejných rozpočtov.“⁷⁶

Na prvé miesto medzi faktormi, ktoré najviac brzdia rozvoj stavebníctva môžeme zaradiť nekvalitnú legislatívu. Stavebný zákon je starý a stále nebol prijatý nový, ktorý sa už pár rokov pripravuje. Nemenej dôležité sú tiež faktory, ako nedostatočný dopyt, nedostatok kvalifikovaných pracovníkov, finančné obmedzenia, transparentnosť verejného obstarávania, nedisciplinovanosť odberateľov pri platbách a rovnako dlhé lehoty pre prípravu stavieb.⁷⁷

V roku 2019 nastalo spomalenie tempa rastu stavebnej produkcie a v nasledujúcich rokoch sa predpokladá stagnácia a mierny pokles. Čo sa týka bytových budov aj naďalej sa predpokladá medziročný rast.

Ďalší vývoj stavebnej produkcie závisí na finančných zdrojoch investorov, rovnako tak na dopyte po nehnuteľnostiach, príjmov a od zamestnanosti.⁷⁸

Negatívne javy v stavebníctve

V stavebníctve sa vyskytujú negatívne javy, o ktorých všetci vedia ale je ťažké ich dokázať, pretože o to nemajú záujem ani investori, ktorí z toho majú výhody (peniaze) ani dodávatelia, pre ktorých je výhodné realizovať zákazku. Tieto aktivity nepôsobia priaznivo na podnikateľské prostredie a súťaž, resp. konkurencieschopnosť na trhu pretože predražia

⁷⁶ Ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky. Ročenka slovenského stavebníctva 2019. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20\(14\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20(14).pdf)

⁷⁷ Ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky. Ročenka slovenského stavebníctva 2019. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20\(14\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20(14).pdf)

⁷⁸ Ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky. Ročenka slovenského stavebníctva 2019. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20\(14\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20(14).pdf)

výstavbu a v prostredí sa pohybujú čierne peniaze. Je pravda, že takéto finančné prostriedky sa znovu vrátia do tvorby HDP, avšak štát týmto prichádza o daňové príjmy.

Medzi negatívne faktory v stavebníctve môžeme zaradiť neregistrovanú ekonomiku nazývanú tiež skrytá ekonomika. Ide o nákup bez účtovného dokladu. Odhaduje sa, že na Slovensku občania vynaložia až 350 až 400 miliónov ročne za nezdokladované služby v oblasti stavebníctva. Výhodou pre zákazníka môže byť nižšia cena práce, avšak reklamácia bez dokladu môže byť zložitá možno aj nemožná.

Ďalším negatívnym javom sú čierne stavby a agresivita investorov. Nie je ničím výnimočným, že investori (developeri) si presadzujú svoje zámery, a nie je pre nich podstatné, že s tým nesúhlasia občania alebo, že to je na úkor zhoršenej dopravnej situácie. S čiernymi stavbami sa môžeme stretnúť už pri ich výstavbe, kedy sa nedodržiava stavebné povolenie. Je výhodnejšie pre investora zaplatiť pokutu stavebnému úradu, ako riskovať pri žiadosti o zmenu, že nebude schválená.

Medzi iné negatívne javy spájané so stavebníctvom patrí verejné obstarávanie stavebných prác, predražovanie stavieb, korupcia, čierne peniaze alebo nadhodnotenie rozpočtu.⁷⁹

Vývoj štruktúry inžinierskych stavieb

V roku 2018 tvoril objem inžinierskych stavieb 36% v hodnote 1988,3 mil. € z tuzemskej stavebnej produkcie. Objem prác na inžinierskej výstavbe v porovnaní s rokom 2017 vzrástol o 22,6%. V roku 2019 nastal mierny pokles stavebnej produkcie na inžinierskych stavbách, v roku 2020 objem produkcie znova narástol.

Hlavnú časť inžinierskych stavieb tvorí budovanie dopravnej infraštruktúry (diaľnice, cesty, oprava cestnej infraštruktúry, modernizácia železničných tratí). Rozsah prác a jeho objem závisia od pripravenosti stavieb, alokácie zdrojov, výberu dodávateľa a pod.⁸⁰

4.4 Finančný plán

Finančný plán patrí k najdôležitejším súčasťam podnikateľského plánu. Predmetom tejto časti práce je extrapolácia budúceho vývoja podnikateľskej štruktúry, čo nám umožní

⁷⁹ Ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky. Ročenka slovenského stavebníctva 2019. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20\(14\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20(14).pdf)

⁸⁰ Ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky. Ročenka slovenského stavebníctva 2019. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20\(14\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20(14).pdf)

vypočítať budúce odčerpateľne zdroje, ktoré sú nevyhnutné pre výpočet hodnoty podniku. Pri zostavovaní finančného plánu pre podnik Littlefinger s. r. o., sme vychádzali z údajov spracovaných v predchádzajúcich kapitolách. Postup výpočtu je rozpísaný pri jednotlivých zložkách finančného plánu.

1) Plánovaný výkaz ziskov a strát

Tabuľka 27: Plánovaný výkaz ziskov a strát

Výkaz ziskov a strát	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<i>Rast tržieb</i>		14%	10%	10%	10%	10%	10%
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	2 389 936	2 726 702	2 999 372	3 299 309	3 629 240	3 992 164	4 391 381
<i>Podiel VS na tržbách</i>	81,50%	85,85%	81,50%	81,50%	81,50%	81,50%	81,50%
Výrobná spotreba	1 947 810	2 340 966	2 444 504	2 688 954	2 957 849	3 253 634	3 578 998
Pridaná hodnota	442 126	385 736	554 869	610 355	671 391	738 530	812 383
<i>Podiel ON na VS</i>	4,05%	4,20%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%
Osobné náklady	78 881	98 226	100 783	110 861	121 948	134 142	147 556
<i>Podiel Daní na VS</i>	0,28%	0,30%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%	0,29%
Dane a poplatky	5 520	7 042	7 140,5	7 854,6	8 640,0	9 504,0	10 454,5
Odpisy a opravné položky k DHM a DNM	74 242	109 180	148 866	192 520	240 539	293 361	351 465
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	9 117	833	0	0	0	0	0
Zostatková cena predaného DHM	1 435	0	0	0	0	0	0
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	439	1 050	0	0	0	0	0
<i>Podiel Ostat. N na VS</i>	0,59%	0,57%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	11 492	13 404	14 210	15 631	17 194	18 913	20 804
VH z hospodárskej činnosti	280 112	159 767	283 870	283 489	283 070	282 610	282 103
Výnosové úroky	451	0	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	83	0	0	0	0	0	0
Kurzové zisky	370	0	0	0	0	0	0
Kurzové straty	0	0	0	0	0	0	0
Ostatné náklady na finančnú činnosť	287	343	0	0	0	0	0
VH z finančnej činnosti	451	-343	0	0	0	0	0
VH z bežnej činnosti pred zdanením	280 563	159 424	283 870	283 489	283 070	282 610	282 103
<i>Efektívna daňová sadzba</i>	21,71%	22,47%	22,09%	22,09%	22,09%	22,09%	22,09%
Daň z príjmov z bežnej činnosti	60 911	35 827	62 711	62 627	62 535	62 433	62 321
VH za účtovné obdobie po zdanení	219 652	123 597	221 159	220 862	220 536	220 177	219 782

zdroj: vlastné spracovanie

Finančný plán sme postavili na podielovom princípe z výnosov. Z nasledujúcej tabuľky budú vychádzať všetky ďalšie položky.

V poslednom roku tržby narástli o približne 14 %, pričom medián za posledných 5 rokov bol 50 %. Pre zachovanie kontinuity a pri zvážení potenciálu a business modelu skúmaného podniku sme sa rozhodli stanoviť ročný rast tržieb na úrovni 10 %, ktorý aplikujeme do celého skúmaného obdobia. Najväčšiu časť podnikových nákladov tvorí **výrobná spotreba**. V tabuľke môžeme vidieť, že jej podiel na tržbách bol v rozmedzí 80 – 85 %. V tomto prípade sme pristúpili k optimistickému scenáru, a to takému, že sa podnik bude snažiť využívať svoje vstupy čo najefektívnejšie aby tak zvýšil svoju rentabilitu nákladov. Preto sme pre budúce roky zvolili nižší podiel z tržieb, z ktorého sme extrapoláciou stanovili výrobnú spotrebu na nasledujúce roky. Rozdielom týchto dvoch položiek získame pridanú hodnotu podniku. Následne je potrebné odpočítanie **osobných nákladov**. Túto položku je komplikované predikovať, pretože nemožno presne stanoviť, či dôjde k prepúšťaniu z dôvodu súčasnej situácie, alebo dôjde k výpomoci zo strany štátu, a tým sa pokryjú čiastočné osobné náklady. Pre zachovanie rovnováhy sme preto v tomto prípade pristúpili k pesimistickému scenáru, pričom sme si stanovili podiel na výrobnej spotrebe. Z podielov za posledné roky sme si spravili priemer, s ktorým vyčíslime položku osobné náklady pre budúce roky.

Ďalšia významná položka vo výkaze ziskov a strát sú **odpisy**. Pre odpisy sme navrhli samostatný plán odpisov, ktorému sa budeme venovať v ďalšej časti.

Nasleduje niekoľko zanedbateľných položiek, pri ktorých nepredpokladáme, že sa výrazne zmenia, a preto sme ich hodnoty stanovili na úrovni 0. V prípade položky **Ostatné náklady na hospodársku činnosť** sme použili rovnaký postup ako pri osobných nákladoch. Na základe podielu z výrobnej spotreby a následného vykonania priemeru podielov sme vykalkulovali náklady na nasledujúce roky.

Dostávame sa na riadok **výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti** (ktorý je výsledkom výnosov a nákladov). Nasleduje časť výsledok hospodárenia z finančnej činnosti. Podnik nedisponuje žiadnymi finančnými aktívami, z ktorých by sme mohli očakávať či už debetný, alebo kreditný tok pre jednotlivé položky. Preto nechávame následné polia prázdne.

V neposlednom rade nám zostáva **výsledok hospodárenia pred zdanením. Daň z príjmov z bežnej činnosti** sme si vypočítali opäť podielom na VH pred zdanením, pričom sme spravili priemer tejto sadzby a previedli tieto čísla do budúcich hodnôt. Po odrátaní dane sa dostávame na **výsledok hospodárenia po zdanení**, ktorý môžeme vidieť aj na súvahovej položke Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení v nasledujúcej časti.

2) Plán odpisov

V tejto časti si rozplánujeme odpisy podniku a možné výdavky na obstaranie investičného majetku (CAPEX).

Tabuľka 28: Plán odpisov

Plán odpisov	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Odpisovací majetok		609 370					
<i>CAPEX > % z tržieb</i>	7,94%	14,29%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%	7,94%
Výdavky na obstaranie IM (CAPEX)	39 813	-406 760	238 114	261 925	288 118	316 930	348 623
Doba užitočnosti							
Majetok (V rokoch)	6						
CAPEX (V rokoch)	6						
Odpisy rovnomerne							
Existujúci majetok		109 180	109 180	109 180	109 180	109 180	109 180
2020 CAPEX			39 686	39 686	39 686	39 686	39 686
2021 CAPEX				43 654	43 654	43 654	43 654
2022 CAPEX					48 020	48 020	48 020
2023 CAPEX						52 822	52 822
2024 CAPEX							58 104
Odpisy a opravné položky k DHM a DNM		109 180	148 866	192 520	240 540	293 361	351 465

zdroj: vlastné spracovanie

Opäť vychádzame z dvoch posledných rokov, pri čom oporný bod si stanovíme v odpisovanom majetku v roku 2020 (položka neobežný majetok zo strany aktív, majetok

$$\text{CapEx} = \Delta\text{PP\&E} + \text{Current Depreciation}$$

where:

CapEx = Capital expenditures

$\Delta\text{PP\&E}$ = Change in property, plant, and equipment

ktorý je predmetom odpisovania), ktorý činil 600 tisíc EUR. Nasleduje riadok výdavky na obstaranie investičného majetku, teda **CAPEX** (viď nasledujúci vzorec).

Pomocou podielu na tržbách sme zistili, akú časť tržieb sa podnik snaží investovať do obnovy neobežného majetku. Pri modelovaní budúcich investícií do majetku (CAPEX a z toho plynúcich odpisov), sme si zvolili oporný bod v roku 2020, kedy tvorili investície približne 8% z tržieb. Tento prístup sme zvolili z dôvodu opatrnosti, aby sme neprecenili možné výdavky do investičného majetku, ktoré by sa znížili objem odčerpateľných zdrojov podniku a tak by sa neadekvátne znížila aj všeobecná hodnota podniku. Pre kalkuláciu odpisov je potrebné zistiť počet rokov užitočnosti majetku. Preto pomocou podielu odpisovaného majetku z prvého riadku a odpisov sme zistili, že odpis tvorí 1/6 z majetku.

Z tohto dôvodu sme stanovili počet rokov odpisovania na 6 (ako pre doterajší, tak aj nový investičný majetok).

Následne pomocou pyramídovej metódy sme rozpočítali alikvotné čiastky odpisov na konkrétne roky. Odpisy následne premietame vo výkaze ziskov a strát a zároveň vo výkaze cash flow.

3) Súvaha

Finančný plán pre súvahové položky môžeme vidieť v nasledujúcich tabuľkách:

Tabuľka 29: Aktíva v €

Aktíva	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Spolu majetok	2 363 702	1 932 871	2 127 600	2 392 686	2 661 869	2 935 557	3 214 202
Neobežný majetok	311 790	609 370	698 618	768 023	815 602	839 171	836 329
DNM	0	0	0	0	0	0	
DHM	311 790	609 370	698 618	768 023	815 602	839 171	836 329
DFM	0	0	0	0	0	0	0
Obežný majetok	1 048 516	1 323 323	1 428 982	1 624 663	1 846 268	2 096 387	2 377 874
Zásoby	480	1 111	1 205	1 325	1 457	1 603	1 764
Pohľadávky	291 190	663 393	511 016	562 118	618 330	680 163	748 179
Finančné účty	756 846	658 819	916 761	1 061 220	1 226 480	1 414 620	1 627 931
Časové rozlíšenie	3 396	178	0	0	0	0	0

zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 30: Pasíva v €

Pasíva	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Spolu Vi a záväzky	1 363 702	1 932 871	2 127 600	2 392 686	2 661 869	2 935 557	3 214 202
Vlastné imanie	1 255 754	1 379 351	1 600 563	1 821 512	2 042 143	2 262 425	2 482 322
Základné imanie	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Fondy zo zisku	500	500	500	500	500	500	500
VH minulých rokov	1 030 972	1 250 254	1 373 851	1 595 063	1 816 012	2 036 643	2 256 925
VH za účtovné obdobie po zdanení	219 282	123 597	221 212	220 949	220 631	220 282	219 897
Záväzky	107 948	549 920	523 614	567 752	616 304	669 711	728 458
Rezervy	1 011	1 478	1 867,8	2 054,5	2 260,0	2 486,0	2 734,6
Záväzky	106 511	502 081	440 597	484 657	533 123	586 435	645 079
<i>Daňové záväzky a dotácie z DzPBC</i>		129,40%	129,40%	129,40%	129,40%	129,40%	129,40%

Daňové záväzky a dotácie	426	46 361	81 150	81 041	80 921	80 790	80 645
Časové rozlíšenie	0	3 600	3 422	3 422	3 422	3 422	3 422

zdroj: vlastné spracovanie

Strana aktív:

Najdôležitejším princípom pri prognózovaní finančnej súvahy je zachovanie bilančného pravidla, ktoré je dodržané.

Zostupne teraz môžeme prejsť po výpočtoch jednotlivých súvahových položiek. **Neobežný majetok** podniku tvorí iba **DHM** majetok, ktorý je výsledkom predchádzajúcej tabuľky (plán odpisov), odkiaľ postupujeme nasledovne: stav majetku predchádzajúceho roku + CAPEX – odpisy. Týmto spôsobom dostaneme netto hodnotu majetku pre predmetný rok.

Nasleduje **obežný majetok**, pričom **zásoby** a **pohl'adávky** sú výsledkom plánu pracovného kapitálu, a finančné účty plánu cash flow. Oba plány budeme bližšie charakterizovať v nasledujúcej časti. Ostáva nám časové rozlíšenie, ktoré nie je súčasťou našej predikcie, a preto nechávame hodnoty na úrovni 0.

Strana pasív:

Základné imanie a **fondy zo zisku** nechávame bez zmeny aj nasledujúce roky. Čo sa zmení je **výsledok hospodárenia po zdanení** a **nerozdelený zisk**. VH po zdanení vychádza z výkazu ziskov a strát. Firemná politika určuje, že výsledok hospodárenia za bežný rok zostáva v podniku, a o rovnakú alikvotnú čiastku sa navyšuje VH minulých rokov. Tento model premietame aj do nasledujúcich rokov.

Rezervy a **záväzky** sú výsledkom plánu pracovného kapitálu, ktorý budeme charakterizovať v nasledujúcej časti. **Daňové záväzky a dotácie** sú tvorené prevažne odloženou daňou. Podiel odloženej a splatnej dane v poslednom roku tvoril 130%, pri čom tento údaj nechávame nezmenený a premietame ho do budúcich rokov. **Časové rozlíšenie** slúži najmä na vyrovnanie súvahy.

4) Plán pracovného kapitálu

Tabuľka 31: Plán pracovného kapitálu:

Plán pracovného kapitálu	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<i>Doba obratu zásob</i>		0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Zásoby	480	1 111	1 205	1 325	1 457	1 603	1 764
<i>Doba obratu pohľadávok</i>		61,33	61,33	61,33	61,33	61,33	61,33
Pohľadávky	291 190	663 393	511 016	562 118	618 330	680 163	748 179
Doba splácania záväzkov		52,88	52,88	52,88	52,88	52,88	52,88
Záväzky	106 511	502 081	440 597	484 657	533 123	586 435	645 079
<i>Doba splácania rezerv</i>		0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23
Rezervy	1 011	1 478	1 868	2 055	2 260	2 486	2 735
Pracovný kapitál	184 148	160 945	69 756	76 731	84 404	92 845	102 129

zdroj: vlastné spracovanie

Pri kalkulácii pracovného kapitálu sme pracovali s ukazovateľmi aktivity, ktoré sú opísané v predchádzajúcich kapitolách. Zatiaľ, čo pri zásobách a rezervách, je doba obratu/splácania relatívne stabilná (medziročná zmena sa pohybuje na nízkych úrovniach). Pri záväzkoch a pohľadávkach smerodajná odchýlka tvorila až 30% z údaju z posledného roku. Preto sme zvolili hodnoty ako výsledok rozdielu poslednej hodnoty a smerodajnej odchýlky daného ukazovateľa. Na samotné čísla sme sa následne dostali prevrátením vzorcov aktivity, kedy sme ukazovateľ vydělili počtom dní a vynásobili predikovanými tržbami.

5) Plán cash flow

Najdôležitejšou časťou finančného plánu pri stanovení hodnoty podniku je plán odčerpateľných zdrojov. V nasledujúcej tabuľke preto uvádzame plán cash flow:

Tabuľka 32: Plán cash flow

	Minulé obdobie		Plánované obdobie				
Cash flow	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Zisk z bežnej činnosti pred zdanením	280 193	159 424	283 924	283 576	283 166	282 714	282 218
Odpisy stálych aktív	74 242	109 180	148 866	192 520	240 540	293 361	351 465
Zmena stavu rezerv (+/-)	-393	467	390	187	205	226	249
Úroky účtované do nákladov netto	-368	0	0	0	0	0	0
<i>Zmena prevádzkového kapitálu</i>							
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	-165 230	395 570	-61 484	44 060	48 466	53 312	58 644
Zmena stavu pohľadávok	1 665	-372 203	152 377	-51 102	-56 212	-61 833	-68 016

Zmena stavu prechodných účtov	-2 626	6 818	0	0	0	0	0
Zmena stavu zásob	5 661	-631	-94	-120	-132	-146	-160
Zisk z predaja stálych aktív	-7 682	-833	0	0	0	0	0
Zaplatená daň z príjmov	-72 385	10 108	-27 922	-62 736	-62 654	-62 564	-62 466
Čistý peňažný tok zo základných podnikateľských činností	113 077	307 900	496 056	406 384	453 378	505 070	561 934
Výdavky na obstaranie IM (CAPEX)	-189 732	-406 760	-238 114	-261 925	-288 118	-316 930	-348 623
Príjmy z predaja IM	9 117	833	0	0	0	0	0
Čistý peňažný tok z investičnej činnosti	-180 615	-405 927	-238 114	-261 925	-288 118	-316 930	-348 623
Prijaté úroky	451	0	0	0	0	0	0
Zaplatené úroky	-83	0	0	0	0	0	0
Čistý peňažný tok z finančných činností	368	0	0	0	0	0	0
Zmena stavu CF	-67 170	-98 027	257 942	144 459	165 260	188 140	213 311

zdroj: vlastné spracovanie

Správnosť výpočtu sme si overili tak, že medziročný pohyb, musí byť totožný s riadkom zmena v Cash flow. Základne pravidlo sme dodržali, a preto možno pristúpiť k ďalšej predikcii. Celý plán CF sa skladá z čísiel, ktoré sme preberali v predchádzajúcich podkapitolách. Úvodná časť sa skladá z **peňažného toku zo základných podnikateľských činností** (patria sem: odpisy, ktoré sme prebrali z časti plán odpisov, zmena pracovného kapitálu, ktorá vychádza z ročných zmien v pracovnom kapitáli). V časti **peňažný tok z investičnej činnosti** vychádzame najmä z výdavkov na obstaranie investičného majetku (CAPEX), ktorý čerpáme opäť z plánu odpisov. Podnik nevykazuje žiadny finančný majetok, a preto sme neuskutočnili predikciu **CF z finančných činností**.

Po sčítaní jednotlivých častí sa dostávame na zmenu stavu finančných účtov (alebo čistý cash flow), ktorý nám bude slúžiť aj ako odčerpateľné zdroje pre ďalšie výpočty. Pre dosiahnutie kontinuity a neprekročenie extrémů sme sa uistili, že priemerná medziročná zmena cash flow (posledných 5 rokov), bola približne rovnaká. Preto môžeme tvrdiť, že predikcia odčerpateľných zdrojov nebude všeobecnú hodnotu podniku podhodnocovať, ale ani nadhodnocovať.

4.5 Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku

4.5.1 Trvale udržateľná miera rastu (g) odčerpateľných zdrojov

„Vyjadruje percentuálnu medziročnú zmenu schopnosti podniku vytvárať odčerpateľné zdroje, ktorá závisí od stavu podniku ku dňu ohodnotenia a od jeho vývoja počas sledovaného obdobia v rámci jeho odvetvia v kontexte s jeho históriou.“⁸¹

Trvalo udržateľnú mieru rastu sme z dôvodu vysokej a kolísavej priemernej rentability vlastného kapitálu a aktivačného pomeru, (čo predstavuje pomer nerozdeleného zisku podniku k dosiahnutému čistému zisku, ktorý bol na úrovni 1), a tým pádom by hodnota g prevýšila hodnotu miery kapitalizácie, čo nie je možné. Preto sme použili trvalo udržateľnú mieru rastu na úrovni priemerného HDP za posledné 3 roky, ktorý bol na úrovni 2,63%

4.5.2 Výpočet miery kapitalizácie

Je jedným z rozhodujúcich faktorov, vplývajúcich na výslednú hodnotu. Používa sa na odúčročenie budúcich príjmov, teda budúcich odčerpateľných zdrojov. V súčasnosti sa používa výpočet miery kapitalizácie metódou WACC. Tento vzťah pre výpočet miery kapitalizácie sme však nevyužili, pretože podnik nečerpal žiadny úver, tým pádom bol úročený kapitál a náklady na cudzí kapitál nulový a predpokladáme, že by výpočet touto metódou nebol relevantný. Preto bude hodnota miery kapitalizácie na úrovni vlastných nákladov kapitálu vyčíslená modelom CAPM, ktorá má takýto predpis:

Tabuľka 33: Vstupné údaje na výpočet vlastných nákladov na kapitálu

Položka	2019	2020
Vlastné imanie	1 255 754,00 €	1 379 351,00 €
Závazky	107 948,00 €	549 902,00 €
Ostatné pasíva	0,00 €	0,00 €
Úročené záväzky	0,00 €	0,00 €
Nákladové úroky	0,00 €	0,00 €
Celkový kapitál	1 363 702,00 €	1 932 871,00 €
VH za účtovné obdobie po zdanení	219 652,00 €	123 597,00 €
Sektorový koeficient Beta ⁸²	0,92	

⁸¹ JAKUBEC, M. – KARDOŠ, P. – KUBICA, M. 2014. Riadenie hodnoty podniku, praktikum. Bratislava: Wolters Kluwer s. r. o. 2014. s. 81. ISBN 978-80-8168-3141-7

⁸² DAMODARAN. Total beta Europe. [online zdroj]. Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Rf (bezriziková miera) ⁸³	1,88
(Rm - Rf) (prémia za tržové riziko)	5,54
Daňové zaťaženie	21%

zdroj: vlastné spracovanie

Výpočet:

$$B_n = \frac{0,92}{(1 + (1 - 0,21) * \frac{107948}{1255754})}$$

$$B_n = 0,861$$

$$B_z = 0,861 * (1 + (1 - 0,21) * \frac{549920}{1379351})$$

$$B_z = 1,132$$

$$E_{(ri)} = 1,88 + 1,132 * 5,54$$

$$E_{(ri)} = 8,151 \%$$

Náklady vlastného kapitálu podniku Littlefinger, s.r.o., ktoré sú vypočítané pomocou modelu CAPM sú vo výške 8,151%.

4.5.3 Výpočet odčerpateľných zdrojov

Tabuľka 34: Výpočet odčerpateľných zdrojov

Cash flow	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Zisk z bežnej činnosti pred zdanením	280 193	159 424	283 924	283 576	283 166	282 714	282 218
Odpisy stálych aktív	74 242	109 180	148 866	192 520	240 540	293 361	351 465
Zmena stavu rezerv (+/-)	-393	467	390	187	205	226	249
Úroky účtované do nákladov netto	-368	0	0	0	0	0	0
<i>Zmena prevádzkového kapitálu</i>							
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	-165 230	395 570	-61 484	44 060	48 466	53 312	58 644
Zmena stavu pohľadávok	1 665	-372 203	152 377	-51 102	-56 212	-61 833	-68 016
Zmena stavu prechodných účtov	-2 626	6 818	0	0	0	0	0
Zmena stavu zásob	5 661	-631	-94	-120	-132	-146	-160

⁸³ ARDAL.Portfólio štátnych dlhopisov. [elektronický zdroj]. Dostupné na: <https://www.ardal.sk/sk/statne-cenne-papiere/statne-dlhopisy>

Zisk z predaja stálych aktív	-7 682	-833	0	0	0	0	0
Zaplatená daň z príjmov	-72 385	10 108	-27 922	-62 736	-62 654	-62 564	-62 466
Čistý peňažný tok zo základných podnikateľských činností	113 077	307 900	496 056	406 384	453 378	505 070	561 934
Výdavky na obstaranie IM (CAPEX)	-189 732	-406 760	-238 114	-261 925	-288 118	-316 930	-348 623
Prijmy z predaja IM	9 117	833	0	0	0	0	0
Čistý peňažný tok z investičnej činnosti	-180 615	-405 927	-238 114	-261 925	-288 118	-316 930	-348 623
Prijaté úroky	451	0	0	0	0	0	0
Zaplatené úroky	-83	0	0	0	0	0	0
Čistý peňažný tok z finančných činností	368	0	0	0	0	0	0
Zmena stavu CF/ OZ	-67 170	-98 027	257 942	144 459	165 260	188 140	213 311

Zdroj: vlastné spracovanie

4.5.4 Výpočet všeobecnej hodnoty pomocou DCF entity

Výpočet súčasnej hodnoty odčerpateľných zdrojov pre DCF entity:

$$H_{OZ} = \frac{257\,942}{(1 + 0,08151)^1} + \frac{144\,459}{(1 + 0,08151)^2} + \frac{165\,260}{(1 + 0,08151)^3} + \frac{188\,140}{(1 + 0,08151)^4} + \frac{213\,311}{(1 + 0,08151)^5}$$

$$H_{OZ} = 774\,329 \text{ €}$$

Výpočet pokračujúcej hodnoty:

$$H_P = \frac{213\,311 \cdot (1 + 0,0263)}{(0,08151 - 0,0263)} \cdot \frac{1}{(1 + 0,08151)^5}$$

$$H_P = 2\,679\,891 \text{ €}$$

Výpočet všeobecnej hodnoty podniku:

$$V\check{S}H_P = FCF_{entity_t} + PH$$

$$V\check{S}H_P = 774\,329 \text{ €} + 2\,679\,891 \text{ €}$$

$$V\check{S}H_P = 3\,454\,220 \text{ €}$$

Hodnota podniku vypočítaná metódou DCF entity je na úrovni 3 454 220€.

4.5.5 Výpočet všeobecnej hodnoty pomocou DCF equity

Výpočet súčasnej hodnoty odčerpateľných zdrojov DCF equity:

Keďže podnik je financovaný len vlastným kapitálom odčerpateľné zdroje budú rovnaké ako pri DCF entity.

$$H_{OZ} = 774\,329 \text{ €}$$

Výpočet všeobecnej hodnoty podniku :

$$V\check{S}H_P = \frac{FCF\ equity_t}{i_k - g}$$

$$V\check{S}H_P = \frac{774\,329}{(0,08151 - 0,0263)}$$

$$V\check{S}H_P = 14\,025\,158 \text{ €}$$

Hodnota podniku vyčíslená pomocou metódy DCF equity je 14 025 158€.

4.5.6 Výpočet všeobecnej hodnoty pomocou metódy kapitalizovaných čistých výnosov

Tabuľka 35: Výpočet trvalo udržateľného čistého výnosu

	Minulé obdobie		Budúce obdobie				
Položka	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Výnosy z hospodárskej činnosti	2 402 622	2 728 585	2 999 372	3 299 309	3 629 240	3 992 164	4 391 381
Výnosy z finančnej činnosti	451	0	0	0	0	0	0
Celkové výnosy	2 403 073	2 728 585	2 999 372	3 299 309	3 629 240	3 992 164	4 391 381
Prevádzkové náklady	2 122 510	2 568 818	2 715 503	3 015 820	3 346 170	3 709 555	4 109 278
Náklady na finančnú činnosť	370	343	0	0	0	0	0
Celkové náklady	2 122 880	2 569 161	2 715 503	3 015 820	3 346 170	3 709 555	4 109 278
VH pred zdanením	280 563	159 424	283 870	283 489	283 070	282 610	282 103
VH po zdanení	219 652	123 597	221 159	220 862	220 536	220 177	219 782
Váha (q)	0,9	1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Zisk*váha (q)	197 687	123 597	221 159	198 776	176 429	154 124	131 869

zdroj: vlastné spracovanie

Trvalo udržateľný čistý výnos vypočítame ako súčin výsledku hospodárenia po zdanení a stanovených váh. Pri priradených váhach platí, že časovo najbližšie výsledky dostali váhu 1 a následne sa to znižuje o 0,1.

$$Trvalo udržateľný čistý výnos = \frac{\sum_{2018}^{2019} Z * q + \sum_{2020}^{2024} Z * q}{q}$$

$$Trvalo udržateľný čistý výnos = \frac{321284 + 882357}{1,9 + 4}$$

$$Trvalo udržateľný čistý výnos = 204\,007 \text{ €}$$

Všeobecnú hodnotu podniku vypočítame podľa vzorca:

$$V\check{S}H_p = \frac{Trvalo udržateľný čistý výnos}{i_k}$$

$$V\check{S}H_p = \frac{204\,007}{0,08151}$$

$$V\check{S}H_p = 2\,502\,846 \text{ €}$$

Hodnota podniku vypočítaná metódou kapitalizovaných čistých výnosov je 2 502 846 €.

5. Diskusia

V predchádzajúcej štvrtej kapitole sme pomocou výnosových metód stanovili všeobecnú hodnotu podniku Littlefinger, s.r.o. Výnosových metód na ohodnocovanie podniku existuje mnoho, z dôvodu, že podnik nedisponuje cudzím úročeným kapitálom, rozhodli sme sa využiť metódy DCF Entity, DCF Equity a metódu založenú na kapitalizovaní čistých výnosov.

Tabuľka 36: Prehľad výsledných hodnôt podniku

Zvolená výnosová metóda	Hodnota spoločnosti
DCF Entity	3 454 220 €
DCF Equity	14 025 158 €
Metóda kapitalizovaných čistých výnosov	2 502 846 €

zdroj: vlastné spracovanie

Ako môžeme vidieť v predchádzajúcej tabuľke všeobecná hodnota podniku je pri každej použitej metóde odlišná, pričom najvyššia je pri metóde DCF equity a najnižšia pri metóde kapitalizovaných čistých výnosov. Rozdiely sú spôsobené odlišnosťou postupov jednotlivých metód a rovnako aj rozdielnymi premennými, s ktorými sme počítali.

Pri metóde DCF entity sa berú do úvahy iba budúce diskontované cash flow. Na výpočet sme si zvolili dvojfázovú metódu. Kde v prvej fáze sme vypočítali odčerpateľné zdroje, ktoré sme následne diskontovali modelom CAPM, teda nákladmi vlastného kapitálu. Náklady vlastného kapitálu sme zvolili preto, že podnik nečerpá žiadny úver, tým pádom bol úročený kapitál a náklady na cudzí kapitál nulový a predpokladáme, že by výpočet touto metódou nebol relevantný. Pri výpočte nákladov na vlastný kapitál sme sektorový koeficient beta a prémiiu za trhovú riziko zistili pomocou stránky DAMODARAN. Bezrizikovú úrokovú mieru sme určili pomocou stránky Ardal, ako priemernú výnosnosť štátnych dlhopisov na 20 rokov.

V druhej fáze výpočtu sme vyčíslili pokračujúcu hodnotu. Na výpočet pokračujúcej hodnoty je potrebné poznať trvalo udržateľnú mieru rastu (g). Trvalo udržateľnú mieru rastu (g) sme zvolili na úrovni trojročného priemerného rastu HDP. Priemerné HDP sme zvolili z dôvodu, že aktivačný pomer bol na úrovni 1 a ROE nemalá konštantný priebeh. Teda priemerné ROE bolo príliš vysoké, a teda g by prevýšilo hodnotu miery kapitalizácie, čo nie je možné. Následne sme pokračovali výpočtom všeobecnej hodnoty podniku kde sme sčítali diskontované odčerpateľné zdroje a pokračujúcu hodnotu. Výsledok predstavuje všeobecnú

hodnotu podniku na úrovni 3 454 220€. Metóda DCF entity je na Slovensku veľmi často využívaná, preto aj my hodnotu vyčíslenú touto metódou považujeme za najreálnejšiu, pretože nie je ani príliš nadhodnotená a ani podhodnotená.

Keďže podnik nemá úročený kapitál pri metóde DCF equity boli odčerpateľné zdroje na rovnakej úrovni, ako pri metóde DCF entity. Aby výsledok nebol rovnaký, rozhodli sme sa použiť na výpočet Gordonovu metódu. Gordonova metóda predstavuje pomer medzi odčerpateľnými zdrojmi a mierou rastu podniku (g) + úrokovou mierou na úrovni vlastných nákladov kapitálu (CAPM). Postup jednotlivých výpočtov je uvedený vyššie. Hodnota podniku vypočítaná pomocou metódy DCF equity je na úrovni 14 025 158€.

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov pracuje aj s dosiahnutými výsledkami podniku, a tiež s prognózovanými. Výpočet pomocou metódy kapitalizovaných čistých výnosov je najpesimistickejší, preto ho môžeme považovať za spodnú hranicu ohodnotenia. Metóda vychádza z výpočtu výsledku hospodárenia po zdanení, ktorý je vykrátený príslušnou váhou. Jednotlivé váhy sme určili pomocou pravidla, že časovo najbližšie výsledky majú váhu 1 a postupne sa táto váha znižuje o 0,1. Trvalo udržateľný čistý výnos sa vypočíta ako súčet čistých výnosov za jednotlivé roky a súčet jednotlivých váh. Hodnota podniku sa vyčíslí ako podiel trvalo udržateľného čistého výnosu a úrokovej miery na úrovni vlastných nákladov na kapitál. Hodnota podniku vyčíslená touto metódou je 2 502 846 €.

Na základe našich výpočtov môžeme konštatovať, že hodnotu podniku stanovenú pomocou metódy DCF entity považujeme za najreálnejšiu, pretože je v nej zohľadnených najviac premenných, čo hodnotu ovplyvnilo. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov pracuje s výnosmi a teda nezohľadňuje výšku odpisov, čo je pri stavebnej firme dôležité, pretože pomerne veľa investuje do majetku, preto túto hodnotu považujeme za spodnú hranicu ohodnotenia. Hodnota pri metóde DCF equity je výrazne vyššia, ako pri ostatných hodnotách, avšak zahrnuli sme ju do výpočtu aby sme mali lepší prehľad o rozpätí, v akom sa môže výsledná hodnota pohybovať.

Odhad všeobecnej hodnoty podniku môže byť prospešný pre vlastníka podniku a rovnako tak pre potenciálnych investorov. Uvádzame aj odporúčania, ktoré by mohli zlepšiť situáciu podniku:

- Likvidita podniku je pomerne vysoká, čo poukazuje na vysokú úroveň položky finančné účty. Preto by bolo vhodné využiť tieto prostriedky na príležitosti, ktoré budú pre podnik výnosnejšie.

- Podnik je prekapitalizovaný, čo ukazuje, že preferujú stabilitu pred výnosom. Bolo by vhodné investovať do neobežného majetku, čo by pomohlo aj znížiť likviditu. Avšak odporúčame aby si podnik udržal svoju stabilnú úroveň aj napriek investovaniu, pretože má dostatok prostriedkov nato aby sa nezadlžovala.
- Podnik má vysokú úroveň nerozdeleného zisku, ktorý sa nijako nevyužíva. Preto znova navrhujeme investovať do niečoho výnosnejšieho.
- Vo finančnom pláne môžeme vidieť, že je predpokladaný rast tržieb, avšak čistý zisk sa výrazne nehýbe. Spôsobujú to zvyšujúce sa náklady. Niektoré náklady podnik nedokáže ovplyvniť, ako napríklad osobné náklady, pretože minimálna mzda sa zvyšuje. Preto je potrebné dohliadať na náklady, nad ktorými má podnik kontrolu.
- Rovnako vhodné by bolo zlepšiť marketing spoločnosti, pretože sa nevyužívajú žiadne formy propagácie podniku.

Všeobecne môžeme zhodnotiť situáciu v podniku Littlefinger, s.r.o. ako veľmi priaznivú. Ukazovatele dosahujú nadpriemernú hodnotu. Podnik je stabilný a nepredpokladá sa, že by sa to malo zmeniť. Všetky odporúčania, ktoré navrhujeme sa týkajú investovania, teda aby podnik nedržal všetky prostriedky v podniku.

Záver

Hlavný cieľ diplomovej práce v podobe stanovenia všeobecnej hodnoty podniku pomocou výnosových metód sme splnili. Na splnenie cieľa sme zvolili metódy DCF entity, DCF equity a metódu kapitalizovaných čistých výnosov.

V diplomovej práci, ako aj jej názov napovedá sa najviac zaoberáme výnosovými metódami, ktoré sú najčastejšie využívané pri ohodnocovaní podniku. Diplomová práca je rozdelená na dve hlavné časti, a to teoretickú a praktickú, ktoré obsahujú dokopy 5 kapitol.

V teoretickej časti pracujeme s poznatkami, ktoré boli získané z rôznych knižných, ale aj elektronických zdrojov. Venujeme sa základným pojmom, dôvodom, zásadám a postupom pri ohodnocovaní. Ďalej sme popísali niektoré z metód využívaných pri ohodnocovaní podnikov. Najrozsiahlejší podiel na teoretickej časti majú výnosové metódy, ktoré sme následne využili pri výpočtoch v praktickej časti práce. V druhej a tretej kapitole sa venujeme cieľu a metodike práce a skúmanému objektu, ktorým je podnik Littlefinger, s.r.o.

V praktickej časti, ktorá začína štvrtou kapitolou zhodnotíme finančnú situáciu podniku pomocou analýzy ex post a ex ante. Prostredie v ktorom podnik pôsobí sme preskúmali vďaka sektorovej analýze odvetvia. Následne bol zostavený finančný plán na obdobie 5 rokov. Následne pomocou výnosových metód DCF entity, DCF equity a metódou kapitalizovaných čistých výnosov vyčíslime všeobecnú hodnotu podniku, ktorých postup je popísaný v predchádzajúcich kapitolách.

Posledná kapitola práce sa venuje diskusii, kde je popis jednotlivých výpočtov s ich odôvodnením, rovnako sa tu nachádzajú naše odporúčania pre podnik.

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1: postup pri ohodnocovaní podniku	16
Tabuľka 2: výpočet voľného peňažného toku	19
Tabuľka 3: Výpočet FCFE pri DCF equity	25
Tabuľka 4: likvidita 1. stupňa	46
Tabuľka 5: likvidita 2. stupňa	47
Tabuľka 6: Likvidita 3. stupňa	48
Tabuľka 7: Ukazovatele aktivity	48
Tabuľka 8: Ukazovatele rentability	50
Tabuľka 9: Ukazovatele zadlženosti	50
Tabuľka 10: Zlaté bilančné pravidlo	51
Tabuľka 11: Výpočet čistého pracovného kapitálu	52
Tabuľka 12: Rýchly test	52
Tabuľka 13: Metóda rýchleho testu	53
Tabuľka 14: Vzťah na výpočet ukazovateľov indexu bonity	54
Tabuľka 15: Ukazovatele indexu bonity	54
Tabuľka 16: Vzťah na výpočet ukazovateľov Altmanovho Z-skóre	55
Tabuľka 17: Ukazovatele Altmanovo Z-skóre	55
Tabuľka 18: Vývoj HDP v SR	56
Tabuľka 19: Vývoj nezamestnanosti na Slovensku	57
Tabuľka 20: Vývoj nezamestnanosti v stavebníctve	58
Tabuľka 21: Miera inflácie na Slovensku	59
Tabuľka 22: Vývoj spotrebiteľských cien na Slovensku	59
Tabuľka 23: SWOT analýza	61
Tabuľka 24: Interná analýza	61
Tabuľka 25: Externá analýza	62
Tabuľka 26: Matica - typ stratégie	63
Tabuľka 27: Plánovaný výkaz ziskov a strát	68
Tabuľka 28: Plán odpisov	70
Tabuľka 29: Aktíva v €	71
Tabuľka 30: Pasíva v €	71
Tabuľka 31: Plán pracovného kapitálu:	73
Tabuľka 32: Plán cash flow	73
Tabuľka 33: Vstupné údaje na výpočet vlastných nákladov na kapitálu	75
Tabuľka 34: Výpočet odčerpateľných zdrojov	76
Tabuľka 35: Výpočet trvalo udržateľného čistého výnosu	78
Tabuľka 36: Prehľad výsledných hodnôt podniku	80

Zoznam grafov

Graf 1: Vývoj HDP	57
Graf 2: Vývoj nezamestnanosti v SR a v stavebníctve	58
Graf 3: Vývoj inflácie a spotrebiteľských cien na Slovensku	59

Zoznam použitej literatúry

Knižné zdroje:

1. DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2
2. JAKUBEC, Miroslav. – KARDOŠ, Peter. – KUBICA, M. 2014. Riadenie hodnoty podniku, praktikum. Bratislava: Wolters Kluwer s. r. o. 2014. s. 81. ISBN 978-80-8168-3141-7
3. JAKUBEC, Miroslav - KARDOŠ, Peter. Riadenie hodnoty podniku: Wolters Kluwer, 2016. ISBN: 978- 80- 8168- 460- 9.
4. KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2.prepracované a doplnené vydanie. Praha:C. H. Beck , 2001. ISBN 80-7179-529-1
5. KUBICA, Milan a kol. Znalectvo. 2. doplnené a prepracované vydanie. Bratislava: Wolters Kluwer, 2016. ISBN 978-80-7552-499-7
6. MAŘÍK, Miloš. 1998. Určování hodnoty firem. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2
7. MAŘÍK, Miloš. a kol. 2011. Metódy oceňování podniku: Proces ocenění, základní metódy a postup. 3.vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5
8. MAŘÍK, Miloš. Metódy oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978 –80–86929–80–4.
9. MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 4., upr. A rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
10. MLČOCH, Jan. Oceňování podniku : ekonomické aspekty. Praha : Linde, 1998. ISBN 80-7201-145-6

Elektronické zdroje:

1. ARDAL.Portfólio štátnych dlhopisov. [elektronický zdroj]. Dostupné na: <https://www.ardal.sk/sk/statne-cenne-papiere/statne-dlhopisy>
2. BELANOVÁ, Katarína. Aplikácia modelov DCF pri tvorbe oceňovacích regresných modelov stanovenia trhovej hodnoty podniku.2012 [elektronický zdroj].Dostupné na:http://www.derivat.sk/files/casopis%202012/2012_Marec_ModelyDCF_opravena.pdf

3. BERZÁKOVÁ, Viera: Metóda ekonomickej pridanej hodnoty v teórii a praxi. 2014. [elektronický zdroj]. Dostupné na: https://www.tvp.zcu.cz/cd/2014/PDF_sbornik/berzakova.pdf
4. DAMODARAN. Country default spreads and risk premium. [elektronický zdroj]. Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
5. DAMODARAN. Totalbeta Europe. [elektronický zdroj] Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html
6. Európska centrálna banka. Všeobecný rast cien. [elektronický zdroj]. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.sk.html>
7. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. International valuation standards 2011. [elektronický zdroj]. Dostupné na: http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf
8. JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter. Ohodnotenie podniku výnosovými metódami. [elektronický zdroj]. Dostupné na: <https://www.anafin.sk/33/ohodnotenie-podniku-vynosovymi-metodami-uniqueiduchxzASYZNbZPksWr5xNIHh2J1FHll3S1UWBS0tlgLw/>
9. KISEĽAKOVÁ, Dana. HORVATHOVÁ, Jarmila. ŠOFRANKOVÁ, Beáta. Contollig rizík podnikania v modeloch ovplyvňujúcich výkonnosť a prognózovanie rizík v EU. Prešovská univerzita v Prešove, 2016. [elektronický zdroj]. ISBN 978-80-555-1561-8. <https://www.pulib.sk/web/pdf/web/viewer.html?file=/web/kniznica/elpub/dokument/Kiselakova2/subor/9788055515618.pdf>
10. Ministerstvo dopravy a výstavby Slovenskej republiky. Ročenka slovenského stavebníctva 2019. [online zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20\(14\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/Ro%C4%8Denka%20slovensk%C3%A9ho%20stavebn%C3%ADctva%202019%20(14).pdf)
11. Národná banka Slovenska. Strednodobá predikcia 4. štvrťrok 2020. [online zdroj]. ISSN 1338-1466. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2020/protected/P4Q-2020.pdf
12. OUBRECHT, Jiří. Oceňování podniku I, 2013 [elektronický zdroj] Dostupné na: https://is.vstecb.cz/do/5610/pr/IPV/op/op1/Ocenovani_podniku_1-opora.pdf

13. SHUTTERSTOCK. Nezamestnanosť na Slovensku rastie už 9 mesiacov, pribúda mladých bez práce.2020. [elektronický zdroj] Dostupné na: <https://ekonomika.pravda.sk/ludia/clanok/570768-nezamestnanost-na-slovensku-rastie-uz-9-mesiacov/>
14. Stredné hodnoty odvetvia 433 – Kompletizačné a dokončovacie práce. [elektronický zdroj]. Dostupné na: [file:///C:/Users/Monika/Downloads/stredne_hodnoty_odvetvia_43_3%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Monika/Downloads/stredne_hodnoty_odvetvia_43_3%20(1).pdf)
15. Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky o stanovení všeobecnej hodnoty podniku 492/2004 [elektronický zdroj]. Dostupné na: <https://www.zakonypreludi.sk/zz/2004-492>
16. Zákon č. 513/1991 Zb. Obchodný zákonník v znení neskorších predpisov. § 5. [elektronický zdroj]: Dostupné na: <https://www.slov-lex.sk/pravne-predpisy/SK/ZZ/1991/513/>