

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

Evidenčné číslo: 104002/I/2018/36066205952056836

VYNOSOVÉ METÓDY STANOVENIA VŠEOBECNEJ
HODNOTY PODNIKU A ICH UPLATNENIE V ZNALECKEJ
PRAXI

Diplomová práca

2018

Bc. Nikola Fandlová

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

**VYNOSOVÉ METÓDY STANOVENIA VŠEOBECNEJ
HODNOTY PODNIKU A ICH UPLATNENIE V ZNALECKEJ
PRAXI**

Diplomová práca

Študijný program: Manažment a ekonomické zručnosti

Študijný odbor: Ekonomika a manažment podniku, Finančný manažment

Školiace pracovisko: Katedra podnikovohospodárska

Vedúci záverečnej práce: Ing. Milan Kubica, PhD.

Bratislava 2018

Bc. Nikola Fandlová

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracovala samostatne a že som uviedla všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

Bc. Nikola Fandlová

Pod'akovanie

Ďakujem môjmu vedúcemu diplomovej práce pánovi Ing. Milanovi Kubicovi, PhD. za jeho odborné vedenie, metodickú pomoc a cenné rady, ktoré mi poskytol pri vypracovaní diplomovej práce.

ABSTRAKT

FANDLOVÁ, Nikola: *Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a ich uplatnenie v znaleckej praxi.* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Fakulta podnikového manažmentu; Katedra podnikovohospodárska – Vedúci diplomovej práce: Ing. Milan Kubica, PhD. – Bratislava: FPM EU, 2018, 110 s.

Cieľom záverečnej práce je stanovenie všeobecnej hodnoty podniku výnosovou metódou. Práca je rozdelená do 5 kapitol. Obsahuje 12 grafov, 33 tabuliek, 1 obrázok a 3 prílohy. Prvá kapitola je venovaná základným pojmom z oblasti všeobecnej hodnoty podniku, dôvodom a zásadám stanovenia hodnoty podniku, faktorom ovplyvňujúcich hodnotu podniku, prístupom ohodnotenia, zdrojom a zberu informácií ohodnoteniu podniku a stanoveniu miery kapitalizácie. Ďalej je rozoberaný postup stanovenia hodnoty spoločnosti s priblížením jednotlivých výnosových metód.

V ďalšej časti sa opisuje hlavný cieľ, čiastkové ciele a metodika práce.

Záverečná kapitola sa zaoberá dosiahnutými výsledkami riešenia v nadväznosti na hlavný cieľ práce.

Výsledkom riešenia je aplikácia teoretických poznatkov, stanovenie všeobecnej hodnoty podniku Lindström, s.r.o. vybranými výnosovými metódami, zhodnotenie situácie a navrhnutie možných zlepšení v spoločnosti.

Kľúčové slová:

výnosová metóda, stanovenie hodnoty podniku, hodnota podniku, Lindström, s.r.o., model DFC entity, model kapitalizovaných čistých výnosov

ABSTRACT

FANDLOVÁ, Nikola: Revenue methods of determining the general value of an enterprise and their use in professional practice. - University of Economics in Bratislava. Faculty of business management; Department of Entrepreneurship - Lecturer: Ing. Milan Kubica, PhD. - Bratislava: FPM EU, 2018, 110 p.

The aim of the final thesis is to determine the general value of the company in the yield method. The thesis is divided into 5 chapters. It contains 12 graphs, 33 tables, 1 picture and 3 attachments. The first chapter deals with the basic notion of general business value, the rationale and principles of determining the value of an enterprise, increasing the value of an enterprise, accessing the valuation, sources and collecting information about the valuation firm, and determining the rate of capitalization. Next, the process of determining the value of the company is approximated when approaching individual yield methods. The next part describes the main objective, partial objectives and methodology of work. The final chapter deals with the outcome of the solution, following the main goal of the work.

The result of the solution is application of the theoretical knowledge, determination of the general value of Lindström, s.r.o. selected revenue methods, assessment of the situation and suggestions for possible improvements in the company.

Keywords:

yield method, enterprise value measurement, company value, Lindström, s.r.o., DFC entity model, capitalized net income model

Obsah

Úvod	10
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	12
1.1 Prečo ohodnotiť podnik?	12
1.2 Hodnota podniku vs. cena podniku.....	14
1.3 Faktory a zásady ohodnotenia podniku.....	15
1.3.1 Faktory ohodnotenia podniku.....	15
1.3.2 Zásady ohodnotenia podniku	17
1.4 Prístupy ohodnotenia podniku	18
1.4.1 Prístup založený na trhovej hodnote.....	18
1.3.2 Prístup založený na subjektívnej hodnote.....	19
1.3.3 Prístup založený na objektivizovanej hodnote podniku	20
1.3.4 Komplexný prístup založený na kolínskej škole	21
1.4 Postup ohodnotenia podniku	22
1.5 Zdroje a zber informácií k ohodnoteniu podniku	24
1.6 Miera kapitalizácie.....	27
1.6.1 Diskontná miera a miera kapitalizácie.....	27
1.6.2 Náklady vlastného kapitálu	28
1.6.3 Náklady cudzieho kapitálu.....	29
1.6.4 Priemerné vážené náklady kapitálu	30
1.6.5 Odčerpateľné zdroje.....	31
1.6.6 Stavebnicová metóda	31
1.7 Výnosové metódy ohodnotenia podniku.....	32
1.7.1 Metóda DCF	33
1.7.2 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov	40
1.7.3 Metóda EVA	41
1.7.4 Metóda kombinovaná	43
2 Cieľ práce	45

3	Metodika práce a metody skúmania	46
3.1	Charakteristika objektu skúmania.....	46
3.2.	Pracovné postupy a použité metódy	47
4	Výsledky práce	49
4.1	Východiská pre stanovenie všeobecnej hodnoty podniku Lindström, s.r.o.	49
4.1.1	Charakteristika spoločnosti Lindström, s.r.o.....	49
4.1.2	Zoznam najdôležitejších podnikov pre spoločnosť	51
4.1.2	Makroekonomický vývoj Slovenskej republiky.....	52
4.1.3	Odvetvová analýza.....	58
4.1.4	Finančná analýza podniku a SWOT analýza	62
4.1.5	Finančný plán podniku.....	87
4.2	Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty spoločnosti Lindström, s.r.o. ..	92
4.2.1	Určenie miery kapitalizácie.....	92
4.2.2	Určenie udržateľnej miery rastu	95
4.2.3	Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou DCF entity	96
4.2.4	Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou kapitalizovaných čistých výnosov	98
5	Diskusia.....	101
	Záver.....	104
	Zoznam použitej literatúry.....	106
	Zoznam príloh	110

Úvod

Znalecká činnosť sa na Slovensku využívala do roku 1989 len v niektorých oblastiach, hlavne v stavebníctve a v strojárstve. Išlo o ocenenie nehnuteľností, dopravných prostriedkov a strojov za účelom vymedzenia poplatkov z prechodu alebo prevodu majetku. Znalci pôsobili aj v odbore lekárstvo v občianskoprávných a trestnoprávných konaniach. Ďalej v technických odboroch pri objasňovaní dopravných nehôd, technických havárií, pracovných úrazov či požiarov.¹

Na súčasné prostredie, v ktorom sa spoločnosť pohybuje vplýva mnoho zmien, ktorým je nutné vedieť čeliť a prispôbiť sa im. Neustála tvorba trhových zmien má za následok vznik nových ekonomických vzťahov, v ktorých nachádzame mnoho právnych, daňových či účtovných úkonov, pri ktorých je nutnosťou objektivizovanie. V Slovenskej republike je ohodnocovanie regulované vyhláškou Ministerstva financií č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty podniku.

Úlohou stanovenia hodnoty nie je len vypočítať nejaké číslo a následne ho považovať za správny výsledok, ale kritické oponovanie a následne skvalitňovanie výsledku. Proces stanovenia hodnoty podniku je pomerne zložitý a náročný, preto sa zveruje do rúk odborníkom pre danú oblasť. Finanční manažéri vo firmách by mali mať aspoň základné vedomosti o spôsobe stanovenia hodnoty firmy, kvôli komunikácii a správnom interpretovaní výsledkov s odborníkmi.²

Požiadavka stanovenia hodnoty spoločnosti vzniká z rôznych situácií, či už pri rozhodovaní o investovaní do spoločnosti, združovaní spoločností, reštrukturalizácii, likvidácii, kúpe alebo predaji spoločnosti. Ukazovateľom úspešnosti z ekonomického hľadiska predstavuje hodnota spoločnosti. Na základe stanovenia hodnoty dokážeme lepšie predikovať budúci vývoj spoločnosti a vedenie spoločnosti môže uskutočniť správne rozhodnutie. Keď ohodnocujeme spoločnosť je dôležité mať prístup k všetkým potrebným informáciám a dátam o analyzovanej spoločnosti. Výber správnej metódy stanovenia hodnoty spoločnosti závisí od toho, pre koho je určené ocenenie a aký je jeho dôvod.

¹ KUBICA, Milan – KARDOS, Peter – JAKUBEC, Miroslav. *Prím v znaleckej činnosti má ohodnocovanie majetku podnikov v konkurze*. [online]. 2003. [cit. 2017-11-08]. Dostupné na: <https://www.etrend.sk/podnikanie/prim-v-znaleckej-cinnosti-ma-ohodnocovanie-majetku-podnikov-v-konkurze.html>.

² JACKOVÁ, Anna. Stanovenie ceny. [online]. In: *Manažment v teórii a praxi*. Žilina: Žilinská univerzita v Žiline, 2007, roč. 3, č. 1-2, s. 64. [cit. 2017-11-08]. ISSN 1336-7137. Dostupné na: <http://casopisy.euke.sk/mtp/clanky/1-2-2007/9.jackova.pdf>.

Medzi najpoužívanéjšie metódy u nás na Slovensku môžeme považovať výnosové metódy, ktoré sú tiež známe v aglosaských a nemecky hovoriacich krajinách. Sú známe svojou prehľadnosťou a dobrou aplikovateľnosťou.

Aktuálnosť problematiky stanovenia hodnoty podniku významne ovplyvnila výber diplomovej práce pod názvom: Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty podniku a ich uplatnenie v znaleckej praxi. Ide o súčasnú a veľmi rozoberanú tému, ktorá nás zaujala aj z dôvodu nadobudnutia poznatkov počas inžinierskeho štúdia z predmetov Znalectvo a Riadenie hodnoty podniku.

Obsahom diplomovej práce sú teoretické poznatky z oblasti oceňovania podnikov a ich následná aplikácia vo výsledkoch práce.

V práci je zahrnutý hlavný cieľ a od neho odvodené čiastkové ciele, ktoré slúžia k naplneniu predmetu riešenia.

V metodike práce a v metódach skúmania je obsiahnutý objekt skúmania, zdroje, spôsob získania údajov, pracovné postupy a použité metódy.

Vo výslednej časti sa venujeme spoločnosti Lindström, s.r.o. a jej stanoveniu hodnoty pomocou výnosovej metódy.

V diskusii zhrnieme výsledky práce, vyhodnotíme situáciu a navrhujeme riešenie pre odstránenie prípadných nedostatkov.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Prečo ohodnotiť podnik?

V dnešnej dobe, kedy hospodárstvo väčšiny firiem u nás i vo svete významne ovplyvnilo nástup hospodárskej krízy, sa téma hodnotenia podniku stáva opäť viac aktuálnou a jej význam rastie. Prechodom na trhovú ekonomiku zaznamenávame oživenie znaleckej činnosti. Spoločnosti sa transformujú, predávajú, zlučujú, dostávajú sa do finančnej tiesne, krachujú. Sprísňujú sa podmienky poskytovania úverov zo strany finančných inštitúcií, poisťovne sa viac zameriavajú na analýzu rizík a odhaľovanie poistných podvodov, investori investujúci do cenných papierov sú opatrnejší ako v doterajšej dobe, majitelia sa stavajú zodpovednejšie k správam manažmentu o stave ich spoločnosti. Ako si môžeme všimnúť dôvodov pre ohodnotenie podniku je mnoho. Účel k akému má ohodnotenie slúžiť, prípadne komu má slúžiť, je základným kritériom na určenie celého procesu ohodnotenia.

Spoločnosť sama o sebe nemá žiadnu objektívne danú hodnotu. Z toho vyplýva, že nemôže existovať ani jediné správne ocenenie, ktoré by bolo použité pre všetky účely. Preto je dôležité, aby pred zahájením akéhokoľvek oceňovania bolo jasné, aký je jeho účel.

Pre podnikateľské rozhodovanie však potrebujeme také ocenenie, ktoré by odrážalo všetky šance a riziká. K hlavným cieľom podnikania patrí dosiahnutie čo najvyššej trhovej hodnoty podniku. Na strane kupujúceho a predávajúceho by mali byť splnené určité podmienky, aby bolo možné odhad považovať za trhovú hodnotu:³

1. kupujúci a predávajúci jednajú dobrovoľne a legálne, bez vonkajších tlakov a nekalých úmyslov,
2. kupujúci a predávajúci majú záujem na uskutočnení transakcie,
3. kupujúci a predávajúci majú k dispozícii všetky dôležité informácie o predmete predaja,
4. na strane predávajúcich a kupujúcich je primeraná konkurencia.

³ VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku: zakládání podniku: finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 1999. s. 263. ISBN 80-86119-21-1.

Môžeme definovať rôzne dôvody ohodnotenia/ocenenia podniku:⁴

- **Ohodnotenie podniku podnikom samotným** - k takémuto ohodnoteniu podniku dochádza z viacerých dôvodov:
 - *potreba manažmentu* - v niektorých spoločnostiach je jediným kritériom hodnotenia manažmentu napr. dosiahnutá hodnota spoločnosti (manažment má stanovenú tzv. cieľovú hodnotu spoločnosti). Manažment využíva hodnotenie podniku ako spätné väzby svojej spoločnosti,
 - *potreba majiteľov* - majitelia podniku majú výrazný záujem o informácie, akým smerom a akou rýchlosťou sa vyvíja ich podnik. Z tohto dôvodu majú veľký záujem o najpresnejšie informácie o aktuálnom stave ich spoločnosti.
- **Ohodnotenie z dôvodu vlastníckej zmeny svojej spoločnosti:**
 - kúpa a predaj podniku na základe zmluvy o predaji,
 - nepeňažný vklad do obchodnej spoločnosti,
 - ohodnotenie spoločnosti v súvislosti s fúziou,
 - ohodnotenie spoločnosti v súvislosti s rozdelením spoločností,
 - ohodnotenie spoločnosti v súvislosti s ponukou na prevzatie,
- **Ohodnotenie podniku zo strany externých subjektov** - ide o externé subjekty, ktoré spolupracujú s ohodnocovaným podnikom napr. dodávateľia, banky, odberatelia, poisťovne, zamestnanci, odborové a odborové organizácie a kooperujúci partneri. Všeobecne túto skupinu nazývame "stakeholderi". Ocenením sa najmä zaoberajú finančné inštitúcie či banky, ktoré poskytujú spoločnosti krátkodobé alebo dlhodobé finančné prostriedky. Dodávateľia sa tiež radi informujú o finančnej stabilite svojho zákazníka. Bohužiaľ, však nemajú k nemu taký prístup ako banky, ale aspoň si zistia informácie o finančnej situácii daného podniku prostredníctvom zverejňovaných účtovných závierok. Pre odberateľa je tiež dôležitá finančná situácia svojho dodávateľa, kvôli zabezpečeniu plynulého chodu prevádzky. Záväzok dodávateľa k zákazníkovi ohľadom pravidelného poskytovania informácií (najmä zo súvahy) je dnes bežne súčasťou rámcových dodávateľsko-odberateľských zmlúv.

Zmyslom podnikateľského oceňovania je predovšetkým odhadnúť trhovú hodnotu. Trhová hodnota je odhad názorov príslušného trhu. Teda odhad toho, ako trh oceňuje súčasný stav a vyhliadky podniku. Môžeme si klásť otázku, aký je individuálny pohľad

⁴ VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha.GRADA Publishing, a.s., 2011. s. 9. ISBN 978-80-247-3647-1.

konkrétneho podnikateľa na hodnotu. Tento pohľad odráža jeho individuálny názor a víziu o budúcnosti. Môže byť odlišný od názoru trhu v danom okamžiku.

1.2 Hodnota podniku vs. cena podniku

Manažment musí skúmať minulosť podniku a následne ju vyhodnotiť. Potrebné je určiť jeho následné smerovanie na základe zistenej skutočnosti z minulosti. Zisťuje dosiahnuté výsledky a odhaľuje následné možnosti ďalšieho rastu. Majiteľ podniku si musí položiť otázku či výnos v minulom období je dostatočnou garanciou budúcej ziskovosti spoločnosti. Pomocou stanovenia hodnoty podniku dokáže majiteľ podniku odpovedať na danú otázku. Na základe zložitosti rôznych podnikových procesov, jedinečnosti podniku a jeho väzieb neexistuje len jedna správna hodnota spoločnosti.

Hlavným cieľom celého procesu ohodnocovania je určiť si hodnotu, pričom ide o trhovú hodnotu (očakávanú hodnotu výnosov). Nesmieme si však zamieňať pojem cena a hodnota.

Hodnota podniku je veličinou subjektívnou, zodpovedá pohľadu konkrétneho účastníka. Hodnota podniku predávajúceho sa pravdepodobne líši z pohľadu potenciálneho kupujúceho toho istého podniku a iný záujemca si daný podnik ohodnotí dokonca ešte inak. Úlohou znalca je teda, prispôbiť ocenenie z uhla pohľadu zadávateľa. Tým môže byť tak strana predávajúca či kupujúca, alebo i tretia osoba.

Rôzne podnety znalca predstavujú rôzne zadania pre znalca. Rozličnosť zadání môže vyžadovať i rôzne metódy, ktoré potom vedú k odlišným výsledkom. Predpoklady pre vymedzenie metód a kategórií sú založené na určitých spoločných teoretických východiskách, ktoré sa dajú naformulovať takto:⁵

- hodnota podniku nie je objektívnej vlastnosti celku zvaného podnik, pretože je založená na odhade - je projekciou budúceho vývoja,
- keď nie je hodnota objektívna vlastnosť, tak nie je možné stanoviť jednoznačný algoritmus pre určenie hľadanej hodnoty,
- hodnota preto bude vždy závisieť na účele ocenenia a na subjekte, z ktorého hľadiska je hodnota určovaná.

Interné a externé potreby môžu vyvolávať potrebu stanovenia hodnoty podniku. Za internú potrebu môžeme považovať dostatočné zabezpečenie informácií pre manažérov

⁵ MAŘÍK, Miloš. a kol. *Metódy oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2003. s. 138. ISBN 80-86119-57-2.

a majiteľov o stave spoločnosti. Medzi externé potreby môžeme zaradiť potrebu hodnoty ako nezaujatého a nestranného odhadu skutočného stavu podniku, kde nastupuje nezávislý znalec do podniku.

Výsledkom dohody medzi kupujúcim a predávajúcim je cena. Každý z nich si však sleduje svoj vlastný cieľ. Kupujúci sa snaží zaplatiť čo najnižšiu cenu a predávajúci snaží získať čo najvyššiu cenu. Pôsobením ponuky a dopytu vzniká rovnovážna cena, za ktorú sa zrealizuje obchod. Ale napriek všetkému vnímanie hodnoty u kupujúceho a predávajúceho zostáva naďalej odlišné.

Môžeme si všimnúť, meniaci sa vývoj ceny a hodnoty v čase. Hodnotu ovplyvňujú subjektívne faktory (výška príjmu, životná úroveň) a naopak cenu objektívne faktory (záujem zákazníkov, hospodárska situácia). „Hodnota sa teda nerovná cene, je len najpravdepodobnejším odhadom.“⁶

1.3 Faktory a zásady ohodnotenia podniku

1.3.1 Faktory ohodnotenia podniku

Faktory vplývajúce na hodnotu podniku:⁷

- veľké firmy sú ohrozené silnou konkurenciou a výhodami, ktorými vynikajú vďaka ich veľkosti strácajú kvôli malým a stredným podnikom,
- nestabilné obchodné prostredie núti manažérov k závažným rozhodnutiam, ktoré ovplyvňujú hodnotu podniku likvidáciou prevádzkových operácií, zmenou distribučného prístupu, vstupom do spoločných firiem,
- výhody plynúce z vlastníctva takých spoločností, ktoré majú viac predmetov činnosti, ako aj výhody z horizontálnej a vertikálnej integrácie miznú.

Vždy existovala závislosť medzi schopnosťou vytvárať hodnotu a medzi absolútnou veľkosťou podniku. Čím väčšia spoločnosť, tým dokázala poskytnúť spoločnosti väčšie konkurenčné výhody, ktoré čím ďalej majú menší význam. V súčasnej dobe je kapitál dostupnejší pre podniky všetkých veľkostí. Tiež nie je obmedzený prístup

⁶ TREND. *Stanovenie hodnoty podniku*. [online]. [cit. 2017-11-25]. Dostupné na: <https://www.etrend.sk/dnes/stanovenie-hodnoty-majetku.html>.

⁷ JAKUBEC, Miroslav - KARDOS Peter. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer s. r. o., 2016. s. 13. ISBN 978-80-8168-460-9.

fondov v oblasti investičných príležitostí. Či už informácie, podporné služby alebo nadané pracovné sily sú v súčasnosti oveľa dostupnejšie.

Súčasnú nestabilnú, meniacu sa obchodnú prostredie núti k neustálemu prehodnocovaniu prevádzkových a podnikových stratégií, pri investíciách analýze cash flow. Niektoré spoločnosti musia čeliť k zánikom životného cyklu. Skryté ziskové príležitosti sa strácajú a hlavné činnosti dozreli. Ak výnos z reinvestície nie je väčší ako kapitálové náklady, tak sa nevytvára hodnota, aj keď pokračujúce investície prinášajú rastúce zisky. Odstránenie cla v rámci Európskej únie pôsobí konkurenčne a vytvára zmeny medzi spoločnosťami v Európe. Ako napríklad automobilový či farmaceutický priemysel spôsobujú globálnu konkurenciu a jej účinky pôsobia na celé odvetvia. Pri nestabilnosti kurzov cudzích mien a rozhodovaní o kapitálových investíciách je nutné brať na zreteľ rôzne riziká vyplývajúce zo zmien devízových kurzov. Prijatím meny euro by sa mohli tieto problémy do určitej miery eliminovať. Zmeny úrokových mier majú vplyv na budúce cash flow a hodnotu podnikov, pretože ovplyvňujú dopyt po spotrebnom tovare dlhšej spotreby, po investičnom zariadení či bytovej výstavbe. Aj najlepšie zostavené plány dokážu meniace úrokové sadzby položiť. Avšak v súčasnosti existujú rôzne nástroje slúžiace k čiastočnému eliminovaniu úrokových rizík napríklad swapy, pôžičky s pohyblivou alebo s pevnou úrokovou mierou.

Miznúce výhody integrovaných podnikov alebo podnikov, ktoré majú viac predmetov činnosti postupne miznú. Môže to byť spôsobené aj tým, že veľkí integrovaní konkurenti ovládali dlhšiu dobu veľá odvetví. Či už výroba ocele, automobilový priemysel, finančné služby, ťažba ropy alebo výroba elektrickej energie. Najväčšie výnosy poskytovala veľká účasť silnej konkurencie. V súčasnej dobe môžu rozdelení konkurenti konať porovnateľne a dokonca aj lepšie ako ich integrovaní konkurenti. Ide o vystihnutie fázy, kedy môže podnik dosiahnuť konkurenčnú výhodu a tým pádom dosiahne najvyššie výnosy. Alebo naopak, vystihnutie takej fázy, keď konkurencia je silná alebo keď kapitálové výdavky prevyšujú výnosy. So zaniknutím vertikálnej integrácie vyplýva skutočnosť, že kontrola a vlastníctvo už nie sú to isté. Spoločnosti, ktoré investovali kapitál do väčšiny fáz odvetvového systému si uvedomili, že podržanou kontrolou aktív a vybraných činností nemusia do nich investovať. To znamená, že spoločnosť nemusí byť vlastníkom každej fázy odvetvového reťazca, aby ju dokázala výhodne kontrolovať. Krížový predaj teda horizontálna integrácia, funguje aj ako stratégia. Často sa to síce nepodarí a uspieť je veľmi náročné. Ak je reálna úspora z veľkosti pri predaji, výrobe alebo pri distribúcii skupiny výrobkov, a ak sú úspory z veľkovýroby prevládajúce nad

nákladmi na koordináciu dodávok rôznych výrobkov, alebo je pre kupujúceho finančne náročné hľadať náhradné zdroje dodávok nastáva úspech. Žiaľ, v praxi tento stav je náročne dosiahnuť. V dnešnej dobe podniky majúce viac predmetov činnosti postupne zanikajú a to dezintegráciou. Na špekulačných odkúpeniach sa dokáže veľmi dobre zarobiť, a to rozdelením podnikov na časti a tie sa následne predajú.

1.3.2 Zásady ohodnotenia podniku

Pri ohodnocovaní spoločnosti musí znalec zachovať objektivnosť, avšak znalecký posudok je určitým kvalifikovaným, subjektívnym názorom či postojom znalca k ohodnocovanému podniku alebo k inej hodnotenej veci. Nutnosťou je vychádzať pri ohodnocovaní z určitých zásad. K najdôležitejším zásadám patrí:

- **hospodársky rozumného riešenia** – použitie najsprávnejšieho riešenia pri rozhodovaní a použitie metódy, ktorá nebude preceňovať a podceňovať výhľady spoločnosti a brániť znehodnoteniu hospodárskej funkcie spoločnosti,
- **objektívneho hodnotenia** – nutnosť vylúčiť zaujatosť, subjektivitu a protekčnosť znalca, teda osobná situácia nadobúdateľa sa neberie do úvahy,
- **odôvodnenosť ohodnotenia** – pri ohodnocovaní spoločnosti sa kladie dôraz na podložené a jasne zadané dôvody;
- **zachovania substancie** – zachovanie prvotného určenia a charakteru veci pri ohodnotení.

Iné zásady napr.:

- uskutočniť ohodnotenie spoločnosti s istým cieľom, zabezpečenia nezaujatosti a suverénosti,
- výsledok ohodnocovania spoločnosti sa nemôže dopredu stanoviť,
- zabezpečenie substancie spoločnosti,
- potrebná analýza minulých rokov ohodnocovanej spoločnosti,
- ohodnotiť majetok, ktorý má podnik ku dňu oceňovania k dispozícii,
- oddeliť prevádzkovo nepotrebný majetok spoločnosti,
- pri zlúčení spoločností dochádza k zmenám ich ziskového potenciálu,

- predmetom ocenenia je spoločnosť ako celok, jeho časti, súbor práv a vecí.⁸

1.4 Prístupy ohodnotenia podniku

Uvedené tvrdenia majú fatálny dopad na celú problematiku oceňovania podniku. Je zrejmé, že neexistuje len jedna hodnota podniku. Možných náhľadov na tento problém je viac. Teórie a prax oceňovania podniku postupne dospeli k štyrom základným prístupom, rozlišujú sa štyri rôzne kategórie hodnoty podniku:⁹

- „trhová hodnota,
- subjektívna hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexný prístup na základe Kolínskej školy.“

1.4.1 Prístup založený na trhovej hodnote

„Trhová hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok zamenený k dátumu ocenenia medzi kúpochtivým kupujúcim a predajachtivým predávajúcim pri transakcie medzi samotnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorej by obe strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku.“¹⁰

Túto trhovú hodnotu je nutné ďalej upraviť o subjektívne aspekty. Mnoho teoretikov oceňovania sa prikláňa k názoru, že hodnotu podniku je treba považovať za jedinečný jav. Hodnotou podniku teda nie je prioritne pravdepodobná cena podniku na trhu, ale súhrn úžitkov konkrétného účastníka transakcie.

Využitím trhového ocenenia vyžaduje vedľa vlastného úsudku oceňovateľa tiež získanie všetkých významných dát, hlavne relevantný a adekvátny prieskum trhu. Podľa medzinárodných štandardov musí správa oceňovateľa taktiež uviesť podklady, ktoré boli pre odhad použité. V prípade obmedzeného množstva disponibilných informácií trhu je spracovateľ ocenenia povinný tieto obmedzenia v posudku uviesť. Ocenenie založené na trhu musí:¹¹

- identifikovať a zahrňovať definíciu trhovej hodnoty použitú v ocenení,

⁸ JAKUBEC, Miroslav - KARDOŠ Peter. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer s. r. o., 2016. s. 25-26. ISBN 978-80-8168-460-9.

⁹ VOCHOZKA, Marek. - MULAČ, Petr. a kol. *Podniková ekonomika*. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2012. s. 117. ISBN 978-80-247-4372-1.

¹⁰ MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. s. 206. ISBN 80-86-119-09-2.

¹¹ International Valuation Standards 2000, [online]. [2017-11-25]. Dostupné na: 2000 <https://www.ivsc.org/>.

- určovať najvyššie a najlepšie využitie,
- byť odvodené z dát špecifických pre zodpovedajúci trh (trhy) a mali by sa opierať o metódy a postupy, ktoré sa snažia odrážať myšlienkové postupy účastníkov príslušného trhu.

Štandardy tiež určujú, že diskontná miera v použitých výnosových metódach musí vychádzať v trhových hodnotách.

Na záver uveďme praktické využitie trhových prístupov stanovenia hodnoty podniku. Je vhodných podkladom hlavne pri predaji podniku, kedy zatiaľ nie je známy konkrétny kupujúci a nastávajúci vlastník odhaduje pravdepodobnú predajnú cenu. Ďalej pre transformáciu, zlúčenie, nepeňažné vklady, pri uvádzaní podniku na burzu alebo pre štúdium reálnosti investičných zámerov, overovaní rozpočtov alebo štúdium návratností.

1.3.2 Prístup založený na subjektívnej hodnote

Tento prístup pozerá na podnik ako na málo likvidný a svojim spôsobom ako na jedinečné aktívum. Pri určovaní hodnoty podniku sú preto dôležité hlavne individuálne názory účastníkov transakcie, práve tí totiž posudzujú úžitky, ktoré im podnik môže priniesť. Subjektívne ocenenie je teda založené prevažne na budúcnosti, do ktorej sa premietajú individuálne očakávania daných subjektov.

Medzinárodný oceňovací štandard číslo dva v rámci oceňovania je na inom ako trhovom základe. „Investičná hodnota je hodnota majetku pre konkrétneho investora alebo triedu investorov pre stanovené investičné ciele. Tento subjektívny pojem spája špecifický majetok so špecifickým investorom, skupinou investorov alebo jednotu s určitými investičnými cieľmi a/alebo kritériami. Investičná hodnota majetkového aktíva môže byť vyššia alebo nižšia ako trhovú hodnotu tohto majetkového aktíva. Termín investičná hodnota by nemal byť zamieňaný s trhovou hodnotou investičného majetku.“¹²

Oceňovanie na základe subjektívnej (investičnej) hodnoty vychádza z týchto zásad:¹³

¹² INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS 2000, [online]. [2017-11-25]. Dostupné na: <https://www.ivsc.org/>.

¹³ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vydání. Praha, Ekopress, 2007. s. 492. ISBN 978-80-86929-32-3.

- budúce peňažné toky sú odhadované na základe predstáv manažérov oceňovaného podniku, prípadne investora,
- diskontná miera pre projekciu budúcich výnosov vychádza zo subjektívneho hľadiska investora, pre ktorého je oceňovanie prevádzané, berie do úvahy jeho alternatívnu možnosť investovať.

Typickým podnetom pre subjektívne ocenenie je klasická kúpa alebo predaj podniku. Jednotlivé strany transakcie vnímajú svoju subjektívnu hodnotu ako hornú, resp. dolnú hranicu ceny. Ďalšie využitie môže byť v situácii, kedy súčasný vlastník zisťuje, či má preňho podnik väčšiu hodnotu v prípade pokračovania činnosti alebo lepšou alternatívou sa javí jeho likvidácia.

1.3.3 Prístup založený na objektivizovanej hodnote podniku

Tento prístup odmieta subjektívny náhľad a pokúša sa svoje výstupy do istej miery priblížiť univerzálnej platnej hodnote podniku, teda hodnote objektívnej. Tá však samozrejme neexistuje. Cieľom je teda stanoviť aspoň tzv. hodnotu objektivizovanú. Východisková myšlienka tohto prístupu je: „Hodnota podniku nie je jeho objektívne existujúca vlastnosť, je to viera v hodnotu do budúcnosti.“¹⁴

Táto viera by mala v maximálnej možnej miere odrážať vlastný ekonomický potenciál prevádzkovej základne podniku, nie u konkrétneho vlastníka, ktorý túto základňu využíva ku svojej podnikateľskej činnosti. Objektivizovaná hodnota by teda mala byť postavená predovšetkým na všeobecne uznávaných dátach a pri výpočte by mali byť dodržané určité náležitosti. Nemecké oceňovacie štandardy pre tieto účely definujú nasledujúce zásady:¹⁵

- **udržiavať substanciu** – z podniku má byť vybraných len toľko peňažných prostriedkov, aby nebola ohrozená jeho majetková podstata (substancia),
- **voľný zisk** – ocenenie je založené na tzv. voľnom zisku, ktorý predstavuje tú časť zisku, ktorá sa môže vyberať, než by bola ohrozená substancia,

¹⁴ PEEMOLLER, Volker H. *Praxishandbuch der Unternehmenswertung*, Berlin: NWB, 2001.

¹⁵ WP-Handbuch: *Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1998. Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung. Band 2, 11. Auflage, Düsseldorf, IDW Verlag*

- **nepotrebný majetok** – majetok podniku je rozdelený na časť potrebnú na prevádzku a časť ostatnú. Výnosové ocenenie sa týka len prevádzkovej potrebnej časti majetku. Ostatné je oceňované samostatne,
- **možnosti zmien** – pri ocenení sa vychádza zo stavu v okamihu ocenenia a pokračovanie v podniku sa predpokladá v rámci existujúcej situácie. So zmenami sa uvažuje vtedy, ak sú súčasťou súčasnej situácie napr. v prípade dokončenia rozostavaných investícií,
- **metóda ocenenia by mala byť jednoznačná a jasná** - nezávislá na osobe oceňovateľa. Oceňovateľ by mal dospieť k rovnakým, či veľmi podobným výsledkom. Preto je dávaná prednosť kombinovanej majetkovej a výnosovej metóde,
- **manažment** – pretrvávajúce rovnakého manažmentu sa predpokladá z dôvodu použitia výnosovej metódy, predpoklad je súčasťou vytvárania typizovaných situácií,
- **zdanenie** – odporúča sa zohľadniť i dane na úrovni vlastníka, a to opäť na typizovanej úrovni.

Objektívizované ocenenie má obsahovať subjektívne prvky skutočne len v minimálnej miere, pokiaľ možno dokonca vôbec. Posudky vypracované za účelom stanovenia objektívizovanej hodnoty by mali vyznačovať čo najväčšiu reprodukovateľnosť. Výsledky ocenenia od niekoľko nezávislých znalcov by teda mali vykazovať minimálne rozdiely.

Pri práci s údajmi je kladený dôraz na analýzu minulosti a prítomnosti. Projekcia budúcnosti zahŕňa len preukázateľné a zdôvodniteľné skutočnosti. Tento prístup totiž nezahŕňa strategické zámery vlastníkov, vedome teda zanedbáva rastové príležitosti podniku. Objektívizovaná hodnota preto predstavuje akúsi dolnú hranicu ocenenia. Skutočná hodnota podniku pre každého konkrétného vlastníka by mala byť najmenej na takto stanovenej úrovni.

1.3.4 Komplexný prístup založený na kolínskej škole

Tento prístup je úspešný predovšetkým v Nemecku. Kolínska škola tu zožala úspech či v teoretickej, ale aj na akademickej úrovni, ale predovšetkým v oceňovacej praxi. Ide o akési spojenie všetkých predchádzajúcich prístupov s cieľom zahrnúť len to najlepšie. V Európskych krajinách je všeobecne známe, že je problém s používaním ocenenia trhovou hodnotou. Je to spôsobené tým, že trh s podnikmi majú určité

obmedzenia a chýba im transparentnosť. Subjektívna hodnota by mala byť považovaná za reálne ocenenie.

Táto metóda nie je vhodná pre znalcov, pretože je založená na subjektívnej hodnote a znalci vychádzajú pri vypracovaní posudkov z objektivizovanej hodnoty.

Kolínska škola určuje základné funkcie oceňovania. Z nich vyplýva základná funkcia oceňovateľa a subjektívny postoj.

Podľa dôležitosti rozdeľujeme tieto funkcie:¹⁶

- **poradenská funkcia** - informuje o minimálnej cene, ktorú môže predávajúci prijať a maximálnej cene, ktorú ešte môže zaplatiť kupujúci. Ide o hraničné hodnoty predávajúceho a kupujúceho, teda hodnoty pre rozhodovanie, ktoré určujú priestor pre vlastné jednanie o cene. Predpokladom je, že hraničné hodnoty sú subjektívne,
- **rozhodovacia funkcia** – nezávislý oceňovateľ odhaduje hraničné hodnoty účastníkov transakcie a hľadá výslednú hodnotu v rámci odhadnutého rozmedzia. Rozhodovacia hodnota je rôzna pre rôzne strany. Nie je objektivizovanou hodnotou a ani odhadom všeobecnej ceny. Využitie je tam, kde je nutné merať zaujatosť zúčastnených strán. Používa sa pri zmenách alebo pri predaji podniku,
- **argumentačná funkcia** – oceňovateľ hľadá pre jednu zo zainteresovaných strán dôvody, ktoré danej strane zlepšia vyjednávaciu pozíciu,
- **komunikačná funkcia** – poskytuje podklady a potrebné informácie pre komunikáciu s bankami a investormi,
- **daňová funkcia** – umožniť podklady a informácie pre daňové účely.

1.4 Postup ohodnotenia podniku

Kľúčom pre každé ocenenie podniku je vymedziť si predmet ocenenia, stanoviť účel ocenenia a dátum, ku ktorému sa bude daný majetok oceňovať. V prvom rade teda musí byť vymedzený predmet znaleckého posudku. Jedná sa teda o určenie, či je cieľom oceniť podnik ako celok alebo len jeho určitú časť. Ďalej je potreba rozhodnúť, či cieľom je oceniť hodnotu obchodného majetku alebo hodnotu čistého obchodného majetku, alebo hodnotu brutto či netto. Prvý prístup reflektuje pohľad všetkých poskytovateľov kapitálu, vedie k určeniu spoločnej hodnoty podniku pre vlastníkov a veriteľov. Druhý spôsob

¹⁶ MAŘÍK, Miloš a kol.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha, Ekopress, 2011. s. 30. ISBN 978-80-86929-67-5.

stanovuje len hodnotu vlastného kapitálu, nezahrňuje teda záväzky. Danému vymedzeniu je prispôsobená voľba použitých metód. Sťažujúcim predpokladom procesu ocenenia podniku je definovať jeho účel, ten determinuje celý následný postup ocenenia.

Na ocenení podniku sa zúčastňuje tím odborníkov. Tento tím, za predpokladu, že je ocenenie spracovávané externistom, by mal byť zložený jednak z vedúceho tímu, ktorý riadi práce na ocenení a zo špecialistov a asistentov. Tí podľa dispozície vedúceho môžu riešiť zadané úlohy. Podstatou je účasť zástupcov top manažmentu v tíme, pretože tí spravidla formulujú zadané práce, ale predovšetkým sú dodávatelia informácií z podniku. Práce tímov sa riadia časovým harmonogramom, ktorý je na začiatku stanovený vo väzbe na konečný termín riešenia.

Rozsah dát, ktoré sú zhromažďované a následne spracovávané, je značná a pokrýva takmer celé dianie v podniku. Pre kvalitné ocenenie je nutné mať k dispozícii nielen informácie z podniku, ale aj o prostredí, v ktorom podnik funguje (makroprostredie a mikroprostredie). Jedine len takto sa dá utvoriť správny obraz o fungovaní konkrétneho podniku.

Na fázu zhromažďovania dát nadväzuje analytická fáza, ktorá z pravidiel obsahuje makroekonomickú analýzu, analýzu odvetvia a finančnú analýzu. V prípade, že v rámci ocenenia budú ďalej aplikované modely výnosové, v ktorých sa využívajú informácie o budúcnosti, predovšetkým o potenciálnych výnosoch, je nutné vypracovať analýzu i podnikateľský zámer. Tieto analytické kroky majú značný význam a tvoria veľmi podstatnú súčasť práce na ocenení podniku.

Na analýzu nadväzuje časť aplikácie modelu a ich výber sa riadi cieľom práce. Je užitočné aby boli aplikované viaceré modely, a to s cieľom overenia správnosti výsledku práce. V prípade, že sa riadime práve týmto postupom, je nutné previesť na záver syntézu výsledkov a formuláciu záveru, ku ktorému tím odborníkov dospel. Znamená to, že k určitému dátumu je stanovená hodnota podniku. Teda je nutné zdôrazniť, že uvedené dáta ocenenia majú kľúčový význam, a to predovšetkým preto, že spracovateľ ocenenia do svojho záverečného výroku spracováva všetky dáta, ktoré má v daný okamžik k dispozícii. V prípade, že po určitej dobe opäť vznikne potreba vrátiť sa k výsledku ocenenia, nie je možné výsledný výrok len tak prevziať. Je nutné preskúmať, za akých predpokladov bolo ocenenie spracované a či sa vo vnútri podniku, alebo z hľadiska jeho fungovania ako subsystému v rámci ekonomiky nezmenili niektoré skutočnosti natoľko, že je nutné aktualizovať celý prepočet. Môže ísť napríklad o zmeny úrokových sadzieb, devízové kurzy alebo o formovanie hospodárskej politiky a vlády. Všetky tieto skutočnosti majú

priamy dopad na hodnotu podniku a v prípade, že došlo k zmenám, je nutné previesť náležité korekcie. Ide teda o časovú obmedzenosť výsledku práce.

Postup pri stanovení hodnoty podniku:¹⁷

1. Vymedziť zadanie práce - špecifikovať cieľ ocenenia a definovať zadanie.
2. Vytvorenie pracovného tímu - tím (vedúci tímu, zástupcovia poradenskej firmy, zástupcovia podniku).
3. Plán práce – záväzné termíny práce vo väzbe na cieľ a termín riešenia.
4. Zber vonkajších a vnútorných informácií:
okolie podniku: (makroprostredie a mikroprostredie),
podnik: minulosť (3-5 rokov), súčasnosť, budúcnosť (3-5 rokov)
5. Analýza dát – finančná analýza (3-5 rokov), strategická analýza (3-5 rokov).
6. Výber metód vo väzbe na cieľ práce – metodologická oprávnenosť, syntéza premenných, výber modelu.
7. Analýza ocenenia – aplikácia zvolených metód vo väzbe na účel ocenenia.
8. Syntéza výsledkov a záver – analýza a syntéza výsledkov, príprava záverečného výroku.
9. Záver – výrok o hodnote podniku k dátumu ocenenia.

1.5 Zdroje a zber informácií k ohodnoteniu podniku

“Informačné zdroje pri vypracovaní znaleckého posudku sú minimálne rovnako dôležité ako samotná voľba metódy ohodnocovania. Dobrá a kvalitná informačná základňa dokáže znalcovi poukázať na niektoré skutočnosti, ktoré nie sú na prvý pohľad zjavné. Informačné zdroje musia vypovedať verne a pravdivo o tom, ako efektívne podnik funguje, ako sa správa vo svojom prostredí a v neposlednom rade vypovedajú o tom, ako je podnik vsadený do prostredia a etablovaný na trhu. Zároveň nám poukazujú na hodnotu jednotlivých zložiek majetku spoločnosti a na to, aká je možnosť ich prípadnej premeny na likvidné prostriedky.”¹⁸

Najpodstatnejšiu úlohu zohráva porozumenie finančných spojitostí ohodnocovaného podniku. Znalec, ktorý podnik oceňuje by si mal precízne preštudovať

¹⁷ KISLINGEROVÁ, Eva. 2001. *Oceňování podniku. 2. prepracované doplnené vydanie. Praha: C. H. Beck*, 2011. s. 25. ISBN 80-7179-529-1.

¹⁸ HARUMOVÁ, Anna. *Účtovné informácie potrebné pre vypracovanie znaleckého posudku*. [online]. 2018. [cit. 2018-04-02]. Dostupné na: <https://harumova.blog.sme.sk/c/479891/uctovne-informacie-potrebne-pre-vypracovanie-znaleckeho-posudku.html>.

dôležité informácie z interného prostredia spoločnosti (informácie z účtovnej evidencie a z finančného oddelenia). Ide teda o súvahu, výkaz ziskov a strát a výkaz cash flow.

Dôležité je získať informácie aj z externého prostredia, ktoré majú dosah na fungovanie podniku na trhu. Môže ísť o vývoj na trhoch s cennými papiermi, s komoditami či na peňažných trhoch. Informácie môžeme čerpať z priemyselného sektora prostredníctvom štatistických údajov, z prognóz dôležitých celosvetových a domácich inštitúcií. Ďalej je možnosť zakúpenia informácii z databáz, ktoré poskytujú informačné agentúry.

Veľmi dôležité sú prognózy analytikov v oblasti ekonomických parametrov ako je napr. čistý zisk, EPS a kvartálne tržby. Podstatné sú aj ekonomické štatistiky, plány v oblasti rozvoja komunikačných sietí a infraštruktúry, predpoveď vývoja techniky a technológie, rôzne vnútorné podnikového informácie nefinančného charakteru a pod. Tiež cenné informácie v podobe správ alebo komentárov prichádzajú od manažérov, nezávislých hodnotení, odbornej tlače, osobných kontaktov alebo plánovaných legislatívnych opatrení.

Ocenenie je založené na primeraných vstupných údajov. Východiskovým bodom je kategória hodnoty podniku a účel ocenenia. Rozdeľujeme informácie do nasledujúcich skupín:¹⁹

1) Základné údaje o spoločnosti:

- názov spoločnosti, právna forma, IČ a DIČ,
- predmet podnikania,
- údaje oceňovanej spoločnosti,
- rozdelenie majetkových podielov,
- riadiaca štruktúra spoločnosti,
- informácie o minulosti spoločnosti.

2) Ekonomické údaje:

- výročné správy,
- správy audítorov,
- účtovné výkazy (posledných 2 – 5 rokov),
- plány spoločnosti.

3) Rozhodujúci trh:

- segmentácia trhu

¹⁹ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 54-56. ISBN 978-80-86929-67-5.

- činitele vývoja trhu,
 - činitele atraktivity rozhodujúceho trhu,
 - určiť veľkosť, vývoj trhu do ktorého ohodnocovaná spoločnosť patrí.
- 4) Konkurenčná štruktúra rozhodujúceho trhu:
- najväčší konkurenti a údaje o nich,
 - substitučné produkty alebo výrobky oceňovanej spoločnosti,
 - bariéry vstupu do odvetvia,
 - pomer síl ohodnocovanej spoločnosti voči odberateľom, dodávateľom.
- 5) Marketing a odbyť:
- najpodstatnejšie produkty, ich hodnotenie a konfrontovanie s konkurenciou,
 - údaje ohľadom štruktúry odbytu z hľadiska štruktúry odberateľov, výrobkov a územnej štruktúry,
 - rozhodujúce odbytové cesty a ich hodnotenie,
 - cenová politika spoločnosti, ceny a porovnanie s konkurenciou,
 - reklama, výdavky na reklamu a porovnanie s konkurenciou,
 - vývoj a výskum, výdavky na vývoj a výskum, porovnanie s konkurenciou.
- 6) Výroba a dodávatelia:
- certifikáty a riadenie kvality,
 - úroveň technológie, charakter výroby,
 - využitie kapacít,
 - stav v rámci všetkých druhov nehmotného majetku spoločnosti,
 - uskutočňované investície v minulosti a pripravované investície do budúcnosti s dlhodobým pohľadom,
 - dodávatelia a štruktúra dodávok, logistika, štruktúra a stav zásob, závislosť ohodnocovanej spoločnosti na dodávateľoch.
- 7) Zamestnanci:
- štruktúra zamestnancov, požiadavky prevádzky spoločnosti na kvalifikáciu zamestnancov,
 - fluktuácia zamestnancov,
 - situácia na pracovnom trhu,
 - situácia, atmosféra a nálady na pracoviskách medzi zamestnancami,
 - úroveň personálnych nákladov,
 - produktivita práce a porovnanie s konkurenciou.

1.6 Miera kapitalizácie

1.6.1 Diskontná miera a miera kapitalizácie

Diskontná miera tvorí veľmi dôležitý prvok pri výnosových metódach. Ovplyvňuje veľkou mierou výslednú hodnotu. Do tejto výslednej hodnoty sa pomocou diskontnej miery premieta faktor rizika a času. Diskontná miera je:

- „miera výnosnosti používaná pre prepočet peňažnej čiastky, ktorá ma byť vydaná alebo prijatá v budúcnosti na súčasnú hodnotu tejto čiastky,
- miera výnosnosti očakávaná investorom pri akvizícii budúceho peňažného toku s ohľadom na riziko spojené s možnosťou tento výnos získať.“²⁰

Diskontná miera je vyjadrením výnosnosti, ktorú investor očakáva pri danom riziku. Náklady kapitálu nie sú priamymi platbami investorov, ale nákladmi ušlej príležitosti. Musíme rozlišovať rozdiel medzi diskontnou mierou a mierou kapitalizácie:

- keď používame diskontovanie tak uvažujeme o očakávanom raste ako o odhade budúcich výnosov,
- keď nepoužívame diskontovanie tak zahrňujeme očakávaný rast do miery kapitalizácie.

Pomocou diskontnej miery budeme jednotlivé ročné výnosy diskontovať. Diskontná miera vyjadruje náklady kapitálu zo strany spoločnosti a očakávanú výnosnosť zo strany investora. Tvar vzorca je:

$$\text{Ocenenie} = \frac{\text{Výnos}_1}{(1 + \text{diskontná miera})} + \frac{\text{Výnos}_2}{(1 + \text{diskontná miera})^2} + \frac{\text{Výnos}_3}{(1 + \text{diskontná miera})^3} + \text{atd'}$$

V prípade, že máme len ročný výnos do nekonečna, tak použijeme kapitalizačnú mieru:

$$\text{Ocenenie} = \frac{\text{Výnos}_1}{\text{kapitalizačná miera}}$$

²⁰ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 47 - 49. ISBN 978-80-86929-67-5.

Medzi kapitalizačnou a diskontnou mierou platí:

Kapitalizačná miera = Diskontná miera – Očakávané tempo rastu

Tieto dve miery sa budú rovnať ak očakávame do nekonečna stabilný ročný výnos. Tým pádom sa bude ocenenie rovnať súčasnej hodnote večného príjmu.²¹

1.6.2 Náklady vlastného kapitálu

Najťažším krokom je určenie diskontnej sadzby pre určenie nákladov vlastného kapitálu. Je nutné urobiť tento krok precízne, pretože to môže mať obrovský dopad na výsledok ocenenia. Ide o náklady skryté, pretože nie sú príčinou k skutočnému odlevu peňažných prostriedkov v podniku. Nemajú dopad na výsledok hospodárenia a ani sa nenachádzajú vo finančnom výkaze. V účtovnom chápaní teda neexistujú. Ale naopak v ekonomickom chápaní majú podstatnú rolu. Vlastný kapitál nie je zadarmo a náklady na tento kapitál sú vyjadrené výnosovým očakávaním investorov. Podobný je aj motív veriteľov, ktorý požičiavajú peniaze s vidinou budúcich príjmov.

Očakávanú mieru výnosu investorov vyjadruje odhad nákladov vlastného kapitálu s ohľadom na riziká, ktoré sú spojené s touto investíciou. Náklady vlastného kapitálu môžeme vyjadriť pomocou modelu CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tento model je v praxi najvyužívanejší, ale je aj najviac kritizovaný pre „reálnosť“ pohľadu základných predpokladov, na ktorých je model založený. Podstatou modelu je rozlíšiť diverzifikované a nediverzifikované riziko. Základný tvar modelu je:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

kde:

r_e - je miera výnosu vlastného imania,

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

β - systematické trhové riziko,

$(r_m - r_f)$ - prémie za trhové riziko.²²

²¹ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 47 - 49. ISBN 978-80-86929-67-5.

²² JAKUBEC, Miroslav – KARDOS, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku, praktikum*. Bratislava: IURA EDITION. 2014. s. 152-154. ISBN 978-80-8078-379-2.

Pri výpočte koeficientu β sa obvykle vychádza z dvoch krokov:

1. krok

$$\beta_N = \frac{\beta_S}{\left\{1 + (1 - d) * \frac{CK_0}{VK_0}\right\}}$$

2. krok

$$\beta_Z = \beta_N * \left\{1 + (1 - d) * \frac{CK_1}{VK_1}\right\}$$

kde

β_S - je sektorový koeficient beta,

β_Z - systematické trhové riziko vrátane vplyvu kapitálovej štruktúry, t. j. zadlženého podniku,

β_N - systematické trhové riziko bez vplyvu kapitálovej štruktúry, t. j. nezadlženého podniku,

CK_0 - cudzí kapitál v období 0,

VK_0 - vlastný kapitál v období 0,

CK_1 - cudzí kapitál v období 1,

VK_1 - vlastný kapitál v období 1,

d - sadzba dane z príjmov.²³

1.6.3 Náklady cudzieho kapitálu

Úročený cudzí kapitál sa líši svojou cenou aj charakterom, teda môže sa skladať z viacerých zložiek. Môžu to byť rôzne úvery, pôžičky, finančné deriváty, dlhopisy a pod. Je dôležité aby sme všetky zdroje spočítali kvôli prepočtom a stanovili priemernú úrokovú sadzbu. Môžeme využiť vážený aritmetický priemer. Vypočítame priemernú úrokovú sadzbu, ktorá vyjadruje priemernú cenu pri použití cudzieho kapitálu. Ďalej je považovaná za náklady cudzieho kapitálu.

²³ JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku, praktikum*. Bratislava: IURA EDITION, 2014. s. 152-154. ISBN 978-80-8078-379-2

Pre spracovateľa posudku, ktorý je mimo podniku nie je možné takýmto spôsobom určiť náklady cudzieho kapitálu. Znalec je nútený zvoliť globálny prístup, pretože nedisponuje potrebnými údajmi. Jeho odhad nákladov cudzieho kapitálu je určený na základe vyššie spoplatnených cudzích zdrojov a podielov nákladových úrokov.

Jedným zo spôsobov ako môžeme vyjadriť náklady na cudzí kapitál je nahradenie úrokovej miery, ktorá je odvodená na základe ceny a veľkosti úveru. Využívajú sa pritom podnikové informácie, čiže nikto z verejnosti k nim nemá prístup. Externista pre svoje potreby využíva odvodenie úrokovej miery z dlhodobých úverov. Tvar vzorca je:

$$\text{Náklady na cudzí kapitál} = \frac{\text{Nákladové úroky}}{\text{Bankové úvery}}$$

Využívajú sa aj aktuálne úrokové miery bánk poskytujúce úvery.²⁴

1.6.4 Priemerné vážené náklady kapitálu

Táto metóda sa využíva na odúčročenie budúcich odčerpateľných zdrojov. WACC je na Slovensku najpoužívanejším výpočtom. Priemerné vážené náklady kapitálu vypočítame nasledovne:

$$\text{WACC} = N_{\text{CK}} * (1 - d) * \frac{\text{CK}}{K} + N_{\text{VK(Z)}} * \frac{\text{VK}}{K}$$

kde:

N_{CK} – náklady na cudzí kapitál,

d – sadzba dane z príjmov pre hodnotený podnik,

CK – úročený kapitál,

$N_{\text{VK(Z)}}$ – náklady vlastného kapitálu,

VK – vlastný kapitál,

K – celkový kapitál.²⁵

Musíme brať ohľad na daňový štít pri nákladoch cudzieho kapitálu.

²⁴ VOHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011. s. 123. ISBN 978-80-247-3647-1.

²⁵ JAKUBEC, Miroslav - KARDOS Peter. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer s. r. o., 2016. s. 121. ISBN 978-80-8168-460-9.

1.6.5 Odčerpateľné zdroje

Najčastejšou formou odčerpateľných zdrojov v podmienkach Slovenskej republiky je EBIT po zdanení, CF vypočítaný nepriamou metódou, čistý zisk alebo iné ukazovatele. Najpoužívanéjšie metódy vo svete sú na základe diskontovania voľného peňažného toku. Objednávateľ poskytuje základné informácie z jeho finančného plánu približne 5 až 6 rokov do budúcnosti.

1.6.6 Stavebnicová metóda

Ide o typický, dôsledný nemecký prístup, ktorý sa využíva na stanovenie nákladov vlastného kapitálu. Snaha o zachytenie najširším spôsobom jednotlivé rizikové faktory. Práve z tohto dôvodu je niekedy nazývaná aj komplexnou stavebnicovou metódou. Hlavným dôvodom vytvorenia tejto metódy bolo pre účely metódy kapitalizácie zisku na konštrukciu úrokovej miery. Využitie v rámci modelu diskontovania CF je skôr „núdzové“. Jej aplikácia je vhodná, keď nie je možné aplikovať model CAPM.

Podstata tejto metódy je pomerne jednoduchá a diskontná sadzba je ako stavebnica zložená z čiastkových rizikových zložiek. Tieto jednotlivé zložky zachytávajú rôzne aspekty rizika. Súčet týchto zložiek vyjadruje celkovú rizikovosť danej podnikateľskej činnosti. Princíp stavebnicovej metódy je rovnaký len jej modifikácie sú v závislosti od zvyklostí danej krajiny. Základná schéma je:

$$r_e = r_f + r_o + r_{fr} + r_l$$

kde:

r_e – náklady vlastného kapitálu,

r_f – bezriziková miera výnosu,

r_o – prirážka za obchodné riziko,

r_{fr} – prirážka za finančné riziko,

r_l – prirážka za zníženú likviditu.²⁶

²⁶ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metódy oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2003. s. 149. ISBN 80-86119-57-2.

1.7 Výnosové metódy ohodnotenia podniku

„Výnosové metódy sú koncipované na princípe stanovenia súčasnej hodnoty budúcich očakávaných výnosov (príjmov) generovaných danými aktívami podniku. Ako výnosy môžu vystupovať buď diskontované peňažné toky, dividendový výnos alebo kapitalizovaný zisk, prípadne ekonomická pridaná hodnota. Kľúčovým problémom je stanovenie diskontnej miery, ktorú môže tvoriť reálna úroková miera, priemerné kapitálové náklady, alebo požadovaná (očakávaná) výnosnosť akcií.“²⁷

“Pri podnikateľskej metóde znalecká organizácia vychádza z finančného plánu podniku (ideálne na najbližších 5 rokov), ktorý jej predloží zadávateľ. Kvalitu a spoľahlivosť vstupných údajov organizácia overí najčastejšie pomocou finančnej a ekonomickej analýzy. Z finančného plánu získa údaje o tzv. odčerpateľných zdrojoch (obyčajne ide o čisté príjmy podniku), následne určí percento, ktorým sa budú čisté príjmy získané v budúcnosti prepočítavať na súčasnú hodnotu (tzv. miera kapitalizácie), a tieto údaje dosadí do vzorcov spadajúcich do oblasti finančnej matematiky.”²⁸

“V prípade ohodnotenia výnosovou metódou, nový podnik musí vychádzať z účtovnej hodnoty majetku a záväzkov v pôvodnom podniku a rozdiel medzi všeobecnou hodnotou a účtovnou hodnotou majetku a záväzkov sa zúčtuje ako oceňovací rozdiel. V tomto prípade sa do nového podniku zaúčtuje majetok a záväzky v pôvodnej účtovnej hodnote, čím nie je možné dosiahnuť ich objektívne vykázanie.”²⁹

Použitie výnosových metód podľa Váchala (2013) si vyžaduje: ³⁰

- na základe minulého vývoja a analýzy šancí a rizík zostaviť prognózu pre zodpovedajúci trh,
- zostaviť dlhodobý plán nákladov, výnosov, obratu a investícií,
- určiť cash flow, resp. udržateľne dosiahnuteľný zisk.

²⁷ NÝVLTOVÁ, Romana – MARINIČ, Pavel. *Finančné řízení podniku. Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, 2010. s. 183. ISBN 978-80-247-3158-2.

²⁸ ŠRENKEL, Ľudovít. *Ako znalec vypočíta hodnotu podniku?* [online]. 2014. [cit. 2017-12-02]. Dostupné na: <https://www.podnikajte.sk/financie/c/1311/category/finacne-riadenie/article/hodnota-podniku-vypocet.xhtml>.

²⁹ HARUMOVÁ, Anna. *Stanovenie hodnoty majetku podniku*. [online]. 2008. [cit. 2018-12-02]. Dostupné na: <https://komentare.hnonline.sk/komentare-hn/218017-stanovenie-hodnoty-majetku-podniku>.

³⁰ VÁCHAL, Jan - VOCHOZKA Marek a kol. *Podnikové řízení*. Praha: GRADA Publishing, 2013. s. 142. ISBN 978-80-247-4642-5.

Podstata tejto metódy spočíva v alternatívnom vyjadrení použitia zisku a snaha odhadnúť jeho vývoj.

Existujú určité výhody a nevýhody:³¹

Výhody:

- dynamické metódy vyplývajúce z budúcnosti,
- nie sú tak náročné v porovnaní s majetkovými metódami, teda ide o menej nákladné metódy,
- neberie do úvahy majetok, ktorý spoločnosť nepoužíva,
- zameriava sa na výnosový potenciál spoločnosti,
- odporúčajú sa pre spoločnosti, ktoré poskytujú služby.

Nevýhody:

- nedostatočný počet informačných zdrojov, problémovosť v oblasti nadobudnutia finančného plánu,
- použitie neobmedzenej alebo obmedzenej životnosti,
- určenie miery trvalo udržateľného rastu,
- vypočítanie nákladov na vlastný kapitál.

Výnosové metódy:³²

1. metóda diskontovaného peňažného toku (DCF),
2. metóda kapitalizovaných čistých výnosov,
3. metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA),
4. metóda kombinovaná.

1.7.1 Metóda DCF

Táto metóda je základnou výnosovou metódou z hľadiska princípu. Peňažný tok je skutočným príjmom a tým pádom aj skutočným vyjadrením úžitku z daného podniku. Najrozšírenejšia je táto metóda vo Veľkej Británii a v USA. V súčasnosti sa postupne rozširuje aj v ostatných krajinách. Najväčšie rozšírenie zaznamenávame v kontinentálnej

³¹ VOZÁR, Martin - KOMORNÍK, Jozef. , *Oceňovanie podnikov*. Bratislava: KARTPRINT. 2012. s. 138. ISBN 978-80-89553-07-5.

³² MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 163. ISBN 978-80-86929-67-5.

Európe z dôvodu globalizačných investičných procesov, vplyvom rastúcich anglosaských investorov.

Rozoznávame tri základné techniky pre výpočet výnosovej hodnoty metódou DCF:

- **metóda „entity“** (entity – jednotka tu označuje podnik ako celok) – výpočet sa skladá z dvoch krokov. V prvom kroku vychádzame z peňažných tokov, ktoré sú k dispozícii pre vlastníka aj pre veriteľa. Diskontovaním týchto peňažných tokov získame hodnotu podniku ako celku. V druhom kroku od diskontovanej hodnoty podniku odpočítame hodnotu cudzieho kapitálu ku dňu ocenenia a vypočítame tým hodnotu vlastného kapitálu. Túto metódu považujeme za základnú z dôvodu najčastejšej využiteľnosti v praxi. Výhodou tejto metódy je použitie pri oceňovaní v samostatných divíziách ale aj pri ďalších oceňovacích úlohách, kedy je nutné byť oboznámený s hodnotou aktív ako celku.
- **metóda „equity“** (equity – vlastný kapitál) – vychádzame iba z tých peňažných tokov, ktoré sú k dispozícii len pre vlastníkov v podniku. Diskontovaním peňažných tokov získame hodnotu vlastného kapitálu.
- **metóda „APV“** (APV – upravená súčasná hodnota) – výpočet sa opäť skladá z dvoch krokov. V prvom kroku sa určuje hodnota podniku ako celku ako súčet dvoch zložiek. Jedna zložka je hodnota podniku za predpokladu nulového zadĺženia a druhá zložka je súčasná hodnota daňových úspor z úrokov. V druhom kroku opäť odpočítame hodnotu cudzieho kapitálu a dostaneme netto hodnotu. Táto metóda je menej častá v praxi v porovnaní s predchádzajúcimi dvomi.³³

Zmyslom týchto metód je zistiť hodnotu vlastného kapitálu. Odlišnosť v daných metódach je v tom, ako sa k hodnote vlastného kapitálu dopracujeme.

Pri postupe daných metód DCF musíme mať vypracovanú finančnú analýzu, finančný plán a výsledky strategickej analýzy. Pri vlastnom ocenení je nutnosťou zamerať sa na bežne zaužívaný postup a to:

1. ako určíme CF pre vlastné ocenenie (dôležité je určiť podobu investovaného kapitálu),
2. akými výpočtami odvodíme z prognózy CF výnosovú hodnotu.

³³ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 164-165. ISBN 978-80-86929-67-5.

Odlišnosti variant metódy DCF:

- určenie voľných peňažných prostriedkov (vymedziť pre ktorých investorov sú dané toky určené),
- určenie diskontnej miery na účel zhodnotenia vloženého kapitálu (vymedziť investorov, ktorí tieto požiadavky určujú),
- určenie hodnoty, ktorého kapitálu diskontovaním získame.

Aj keď sa tieto varianty líšia vyššie uvedenými prvkami, ale ich výsledok by nemal byť odlišný.

Výpočet voľných peňažných tokov pre model DCF

Znázorníme si výpočty najpoužívanějších modelov DFC v praxi.

Metóda DCF entity

Vo finančnom pláne musíme mať predpokladaný CF na úrovni:

- prevádzkový CF,
- investičný CF,
- finančný CF,
- celkový CF.

Pri oceňovaní nie je použiteľný žiadny z daných variantov. Je nutné určiť koľko peňažných prostriedkov je možné z podniku vziať bez toho, aby bol narušený jeho prognózovaný vývoj. Východiskom je prevádzkový CF. Ďalej musíme odpočítať investície nutné na dosiahnutie určenej výšky tokov v budúcnosti. Výsledkom je voľný CF. Tento tok získame nasledujúcim výpočtom:³⁴

³⁴ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 170-206. ISBN 978-80-86929-67-5.

1.	+ Korigovaný prevádzkový VH pred zdanením ($KPVH_D$)
2..	- Upravená daň z príjmu ($KPVH_D \times$ daňová sadzba)
3.	= Korigovaný prevádzkový VH po zdanení ($KPVH$)
4.	+ Odpisy
5.	+ ostatné náklady započítané v prevádzkovom VH, ktoré nie sú v bežnom období výdajom
6.	= Predbežný peňažný tok z prevádzky
7.	- Investícia do upraveného pracovného kapitálu (prevádzkovo nutného)
8.	- Investícia do obstarania dlhodobého majetku (prevádzkovo nutného)
9.	= Voľný peňažný tok (FCF)

Pri DCF entity chápeme pod voľným peňažným tokom tvorbu peňažných prostriedkov, ktoré sú k dispozícii buď vlastníkom resp. akcionárom (predovšetkým na dividendy) a veriteľom vo forme splátok úrokov a úverov. Z tohto dôvodu využívame pomenovanie peňažné toky do firmy alebo peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov.

Metóda DCF equity

Pri výpočte tejto varianty DCF vyčíslujeme vlastný kapitál spoločnosti na základe voľných CF pre vlastníka. Niekedy sa oceňovateľ môže stretnúť s touto variantou aj v praxi. Využíva sa pri danej variante skratka FCFE (free cash flow to equity)

Ak máme k dispozícii voľné CF do spoločnosti, rýchlejšim postupom dokážeme z nich alternatívne dorátať toky pre vlastníkov. A to tým, že doplníme týkajúce sa toky úročených veriteľov. Musíme si však uvedomiť, že tieto voľné CF sú vlastne teoretické dividendy, teda hodnota podielov na zisku vlastníkov. Vo finančnom pláne by rozdelenie ziskov vlastníkov nemalo byť výrazne rozdielne od FCFE zodpovedajúce danému plánu. U uvedených príčin môžu nastať rozdiely v ocenení:

- dividendy > FCFE (v rámci dlhodobého horizontu je nutné financovať daný rozdiel prijatím nových úverov alebo vydaním nových akcií,
- oficiálne vyplatené dividendy < FCFE (rozdiel je vyplatený majoritným akcionárom, vznik majoritného podielu na akciovej spoločnosti).

Druhý prípad je častejší ako prvý.

Schéma výpočtu FCFE:³⁵

1.	Korigovaný prevádzkový VH po zdanení (KPVH)
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatné náklady, ktoré nie sú v bežnom období výdajom - Investícia do upraveného pracovného kapitálu (prevádzkovo nutného) - Investícia do obstarania dlhodobého majetku (prevádzkovo nutného)
4.	= FCF na úrovni podnikateľskej jednotky
5.	- Úroky z cudzieho kapitálu znížený o úrok (1 - daňová sadzba)
6.	- Splátky úročeného cudzieho kapitálu
7.	+ Prijatie nového úročeného cudzieho kapitálu
8.	= Voľný prenášný tok pre vlastníkov (FCFE)

Základné tvary modelu DCF

Rozoznávame tri podoby modelu podľa Vochozku (2012):³⁶

Stabilný model - ide o najjednoduchší prístup. Predpokladom je konštantná výška budúcich CF počas celej doby existencie spoločnosti. Tento model je vhodný pre spoločnosti, kde je možné odôvodniť stagnáciu. Väčšina stabilizovaných podnikov často vykazuje určitý rast, väčšinou na úrovni rastu celej ekonomiky. Vzorec je v tvare:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{FCF}}{k}$$

kde:

FCF – voľný peňažný tok,

k – diskontná sadzba.

Model s konštantným rastom – tento model je podobný s predchádzajúcim, ale je tu zapracovaný predpoklad trvalého rastu. Tento trvalý rast je označený vo vzorci písmenom g. Do vypočítanej hodnoty spoločnosti sa premieta náhrada diskontnej sadzby, ktorá má kladný dopad na jednotlivý CF. Tento model je vhodný pre podniky

³⁵ MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upravené rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. s. 205-206. ISBN 978-80-86929-67-5.

³⁶ VOCHOZKA, Marek - MULAČ Petr a kol. *Podniková ekonomika*. Praha: GRADA Publishing, 2012. s. 144-146. ISBN 978-80-247-4372-1.

nachádzajúce sa v štandardnej etape vývoja. V praxi sa v takýchto prípadoch dáva radšej prednosť dvojfázovému modelu. Vzorec je v tvare:

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{\text{FCF}}{k - g}$$

kde:

FCF – voľný peňažný tok,

k – diskontná sadzba,

g - tempo rastu donekonečna.

Dvojfázový model – patrí k najpoužívanejšiemu modelu. Vychádza z predpokladu, že v budúcnosti bude možné ho rozdeliť na dve fázy. V prvej fáze sa nachádza obdobie, v ktorom znalec je schopný predpokladať a vypracovať voľný peňažný tok pre jednotlivé roky. V druhej fáze sa nachádza obdobie od konca poslednej fázy až po nekonečno. Toto ocenenie označujeme pojmom pokračujúca hodnota, ktorú je nutné diskontovať ku dňu ocenenia.

Veľmi podstatné je rozhodnúť, ako dlhé bude vlastné predpokladané obdobie a kedy sa bude počítať s pokračujúcou hodnotou. Na určenie dĺžky jednotlivých fáz neexistuje presné pravidlo, ale čím je kratšia prvá fáza tým viac sa podieľa na konečnom výsledku druhá fáza. Vhodné je použiť takú dĺžku obdobia aby ohodnocovaná spoločnosť za toto obdobie dosiahla stabilitu svojich obchodov. Dĺžka prvej fázy môže napr. závisieť od štruktúry a charakteru odvetvia, konkurenčnej pozície spoločnosti, fázy životného cyklu spoločnosti alebo od dĺžky výrobného cyklu. Hodnotu podniku teda dostaneme spočítaním týchto dvoch fáz. Vzorec je v tvare:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCF}}{(1 + k)^t} + \frac{\text{PH}}{(1 + k)^n}$$

kde:

FCF – voľný peňažný tok,

k – diskontná sadzba,

n – dĺžka prvej fázy v rokoch,

PH – pokračujúca hodnota.

Súčasná hodnota očakávaných CF od konca prvej fázy až po nekonečno je pokračujúca hodnota. Táto súčasná hodnota je pripočítaná k dátumu konca prvej fázy. Pre odhad tejto hodnoty sa používa podobný model výpočtu ako pri stabilnom raste. Vzorec je v tvare:

$$\text{Pokračujúca hodnota} = \frac{\text{FCF}_{n+1}}{k - g}$$

kde:

FCF_{n+1} – voľný CF v prvom roku v druhej fáze,

k – diskontná sadzba,

g – tempo rastu do nekonečna.

Voľný CF v prvom roku v druhej fáze si vypočítame podľa nasledujúceho Gordonovho vzorca:

$$\text{FCF}_{n+1} = \text{FCF} * (1 + g)$$

kde:

FCF_{n+1} – voľný CF v prvom roku v druhej fáze,

FCF – voľný peňažný tok,

g – tempo rastu do nekonečna.

Veľmi dôležité je presne odhadnúť tempo rastu, aby sa zamedzilo nepresnosti konečného výsledku. Často tento parameter býva odhadnutý na úrovni tempa rastu ekonomiky. Mnoho krát to nezodpovedá skutočnosti a môžu byť spôsobené veľké chyby v ocenení. Existuje viacero spôsobov určenia tempa parametru g .³⁷

- „extrapolácia časových radov historických rastových mier,
- regresná analýza,
- expertné techniky.“

Vhodná je kombinácia vyššie vymenovaných prístupov. Základom je prispôbiť exaktnú metódu okolnostiam. Spracovateľ posudku na základe výsledkov finančnej a

³⁷ KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku. 2. prepracované doplnené vydanie*. Praha: C. H. Beck, 2011. s. 167. ISBN 80-7179-529-1.

strategickej analýzy musí vhodne upraviť štatistické metódy pomocou realistickejšieho pohľadu.

1.7.2 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Podstatou ohodnotenia metódou kapitalizovaných čistých výnosov je výnosový potenciál spoločnosti k dátumu ocenenia. Akceptuje iba skutočný stav vecí k dátumu ohodnotenia. Dlhodobý vývoj nie je zahrnutý, alebo len pri ľahko predvídateľnom časovom horizonte. Na rozdiel od ostatných výnosových metód, sa metóda kapitalizovaných čistých výnosov charakterizuje úsilím o objektivitu a opatrnosť. Je zameraná na priame zistenie hodnoty vlastného kapitálu spoločnosti. Dôraz kladie na údaje minulého obdobia. Výnosový potenciál je ocenený k dátumu ohodnotenia. Rozoznávame dve metódy:

- a) **Paušálna metóda** sa používa pri podnikoch, ktoré majú daný určitý minulý vývoj, ale budúci vývoj má spoločnosť problém predikovať. Je možné prognózovať aj rast ale aj koniec podnikateľskej činnosti v blízkej dobe. Podstatou je odhadnúť trvale odnímateľný čistý výnos k rozdeleniu bez narušenia majetkovej podstaty spoločnosti. Použitie paušálnej metódy sa odporúča v prípade, keď podnik má priaznivý vývoj do budúcnosti, že bude dosahovať porovnateľné alebo vyššie výnosy ako mal v minulosti. Ide o metódu, ktorá predikuje budúce čisté výnosy prostredníctvom váženého priemeru dosiahnutých čistých výnosov za minulé roky. Paušálna metóda sa vyznačuje svojou jednoduchosťou:

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

kde

$\check{C}V_t$ - upravené minulé čisté výnosy,

q_t - váhy priradené čistému výnosu za konkrétny minulý rok,

K - počet minulých rokov obsahujúcich vo výpočte.

Po prehodnotení súčasného zdravia spoločnosti a jeho prognózy, či bude schopný trvale dosiahnuť minimálne také výnosy ako v minulosti, dokážeme stanoviť netto hodnotu (hodnotu vlastného kapitálu) spoločnosti. Nazývame ho aj vzorcom pre večnú rentu:

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

kde

H_n - netto hodnota podniku

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

i_k - úroková miera

- b) **Analytická metóda** je stanovená ako základ pre určenie hodnoty spoločnosti rovnocenným postupom výpočtu ako je metóda DCF. Výnosové ocenenie je založené na plánovaných výsledkoch hospodárenia upravených o vplyv financovania:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t * (1 + i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} * (1 + i_k)^{-T}$$

kde:

H_n - netto hodnota podniku,

$\check{C}V_t$ - odhadovaný odnímateľný výnos pre prognózovaný rok t ,

T - dĺžka prognózovaného obdobia v rokoch,

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

i_k - úroková miera.

Pri metóde DCF je najzložitejšie odhadnúť investície. V metóde kapitalizovaných čistých výnosov sa investície premietajú do výnosov prostredníctvom odpisov. I keď ide skôr o účtovnú ako reálnu položku, ich predikcia je pomerne ľahšia.³⁸

1.7.3 Metóda EVA

Táto metóda prináša mnoho výhod. Využitie nie len pri ohodnocovaní výkonnosti podniku ale aj ako nástroj oceňovania. EVA je presný odhad ekonomického zisku spoločnosti, teda čistý výnos z prevádzkovej činnosti spoločnosti znížený o náklady

³⁸ JANÍČEK, Přemysl - JÍŠA Marek. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada Publishing, a. s. 2013. str. 387. ISBN 978-80-247-4127-7.

kapitálu. Podstatná výhoda tohto ukazovateľa je kombinácia VH a rizika, ktoré súvisí s dosiahnutím tohto výsledku. Rozoznávame jednofázovú a dvojfázovú metódu EVA.

- a) **Jednofázová metóda EVA** - pokiaľ spoločnosť dosahuje kladný účtovný zisk a vykazuje tiež ekonomický zisk v prípade, keď je účtovný zisk väčší ako náklady vlastného kapitálu. Vzorec je v tvare:

$$EVA = NOPAT - C * WACC$$

kde:

EVA – ekonomická pridaná hodnota,

NOPAT – prevádzkový VH po zdanení,

C – investovaný kapitál,

WACC – vážené náklady kapitálu.³⁹

NOPAT je čistý zisk z prevádzkovej činnosti, ktorý zodpovedá hlavnej podnikateľskej činnosti spoločnosti. Neprevádzková činnosť sa nezapočítava, pretože súvisí s iným podnikateľským rizikom a teda odlišnosť je aj v diskontných mierach. Nesmieme rátať s nákladmi a výnosmi, ktoré nesúvisia s hlavnou podnikateľskou činnosťou danej spoločnosti.

Investovaný kapitál považujeme za dlhodobý spoplatnený kapitál, ktorý je určený na financovanie prevádzkovej činnosti podniku. Vážené náklady na kapitál vyjadrujú cenu použitých peňažných prostriedkov.

Ide o rozdielový ukazovateľ. Pravá strana sa skladá zo spotreby nastávajúcej hodnoty a ľavá strana sa skladá z tvorby novej hodnoty. Ak je EVA kladná, hovoríme že ide o vytvorenie novej hodnoty naopak, ak je EVA záporná ide o úbytok hodnoty. Platí pravidlo, že čím väčšia je hodnota ukazovateľa EVA, tým vytvára spoločnosť väčšiu hodnotu pre vlastníkov.

- b) **Dvojfázová metóda EVA/MVA** – tento koncept dokáže vypočítať ex ante ukazovateľ trhom pridaná hodnota MVA (market value added), ako súčasnú hodnotu budúcich EVA. EVA skúma hodnotu spoločnosti v minulom roku a MVA predikuje budúcnosť spoločnosti na základe jej perspektív a očakávaného vývoja na trhu. Vzorec je v tvare:

³⁹ MAŘIK, Miloš - MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, s.r.o. 2005. str. 13. ISBN 80-86119-61-0.

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{t+1}}{WACC*(1+WACC)^T} - CK_0 - A_0$$

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{t+1} - WACC * NOA_T}{WACC*(1+WACC)^T} - CK_0 - A_0$$

kde:

H_n – netto hodnota vlastného kapitálu,

EVA_t – EVA v roku t ,

NOA_0 – čisté operačné aktíva k dátumu ohodnotenia,

NOA_{t-1} – čisté operačné aktíva ku koncu predchádzajúceho roka,

$NOPAT_t$ – výsledok hospodárenia po zdanení v roku t ,

T – počet explicitne plánovaných EVA,

$WACC$ - priemerné vážené náklady kapitálu,

D_0 – hodnota úročených dlhov k dátumu ohodnotenia,

A_0 – neoperačné aktíva k dátumu ohodnotenia.⁴⁰

Prednosťou metódy EVA je použitie ukazovateľa finančnej analýzy aj ako nástroj pre ohodnotenie spoločnosti. Na rozdiel od metód DCF, metóda EVA umožňuje použiť výsledok hospodárenia priamo pre určenie hodnoty podniku. Obe metódy dosahujú rovnaký výsledok. Ukazovateľ EVA chápeme ako čistý výnos z prevádzkovej činnosti podniku ponížený o vlastné a cudzie náklady na kapitál.

1.7.4 Metóda kombinovaná

Tento spôsob výpočtu je kombináciou výnosovej a majetkovej metódy. Majetkové metódy sa zaoberajú analyzovaním a hodnotením aktív podniku a výnosové sú orientované na budúce úžitky. Z uvedených charakteristík vyplýva, že každá z metód analyzuje iba jednu časť. Kombinované metódy predstavujú kombináciu týchto dvoch metód, aby sme dokázali celkovo zhodnotiť podnik. Kombinovaná metóda je známa taktiež ako korigovaná výnosová metóda, ktorou vieme eliminovať nedostatky majetkovej metódy a to tak, že odstránime predovšetkým tie, ktoré vyplývajú z nevyužívaného majetku. V podmienkach Slovenskej republiky túto metódu v praxi nepoužívame.

⁴⁰ JANÍČEK, Přemysl - JÍŠA Marek. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada Publishing, a. s. 2013. str. 388. ISBN 978-80-247-4127-7.

$$V\check{S}H_K = \frac{a * V\check{S}H_P + b * V\check{S}H_M}{a + b}$$

kde:

$V\check{S}H_K$ – všeobecná hodnota podniku kombinovanou metódou,

$V\check{S}H_P$ – všeobecná hodnota podniku podnikateľskou metódou,

$V\check{S}H_M$ – všeobecná hodnota podniku majetkovou metódou,

a – váha zodpovedajúca podnikateľskej hodnote podniku,

b – váha zodpovedajúca majetkovej hodnote podniku.⁴¹

Ak sa všeobecná hodnota určená majetkovou a podnikateľskou metódou rovnajú, alebo ak je vyššia všeobecná hodnota určená podnikateľskou metódou platí: $a = b = 1$. Ináč platí $a > b$.

⁴¹ KUBICA, Milan a kol. *Znalectvo*. Praha: Wolters Kluwer s. r. o., 2016. s. 127-128 str. ISBN 978-80-7552-499-7.

2 Cieľ práce

Hlavným cieľom diplomovej práce je stanoviť všeobecnú hodnotu spoločnosti uplatnením výnosových metód a faktory ovplyvňujúce hodnotu podniku. Ako predmet ocenenia sme si zvolili spoločnosť Lindström, s.r.o. Dôvodom ohodnotenia je poskytnutie informácii vedeniu spoločnosti o hodnote majetku vlastníkov k 31. 12. 2017. K zvládnutiu hlavného cieľa je nevyhnutné splniť čiastkové ciele.

Čiastkové ciele práce rozdeľujeme na:

1. teoretické

- uviesť dôvody ohodnotenia podniku,
- vymedziť pojem hodnota vs. cena podniku,
- identifikovať faktory vplývajúce na hodnotu podniku,
- definovať zásady, ktorými je nutné riadiť sa pri ohodnotení podniku,
- charakterizovať prístupy a postup využívajúci sa pri ohodnotení podniku,
- určiť zdroj a zber potrebných informácii k ohodnoteniu podniku,
- stanoviť spôsob zistenia miery kapitalizácie,
- charakterizovať výnosovú metódu a použiť jej najpoužívanejšie modely.

2. praktické

- charakterizovať analyzovanú spoločnosť a jej najdôležitejšie podniky v okolí,
- skúmať vývoj makroekonomického a odvetvového prostredia,
- zistiť finančné zdravie a prognózovaný vývoj spoločnosti pomocou analýzy ex post a ex ante,
- vypracovať SWOT analýzu,
- priblížiť finančný plán spoločnosti a ciele spoločnosti,
- vyčíslieť mieru kapitalizácie a trvalo udržateľnú mieru,
- stanoviť všeobecnú hodnotu spoločnosti pomocou vybraných výnosových metód,
- vyhodnotiť dosiahnuté výsledky a navrhnúť možnosti zlepšenia s cieľom zvýšiť budúcu hodnotu spoločnosti.

3 Metodika práce a metody skúmania

V tejto časti sa zameriavame na objekt skúmania, zdroje, spôsob získania údajov, pracovné postupy a použité metódy.

3.1 Charakteristika objektu skúmania

Objektom skúmania diplomovej práce je spoločnosť Lindström, s.r.o. pôsobiaca v trnavskom regióne. Spoločnosť Lindström, s.r.o. vznikla v roku 2001. Ide o spoločnosť s ručením obmedzením, ktorá má svoju materskú spoločnosť v Helsinkách.

Radu spoločnosti Lindström tvorí sedem osôb, tak profesionálni členovia rady, ako aj zástupcovia akcionárov. Rada schvaľuje výsledok skupiny, finančný a investičný rozpočet, rozhoduje o významných akvizíciách a expanzii spoločnosti, prijíma rozhodnutia o finančných a skupinových aktívach, ako aj schvaľuje misiu, víziu a stratégiu skupiny a smernice pre riadenie rizík.

Dozorné rady pobočiek skupiny tvoria zväčša členovia riadiaceho tímu skupiny. Rada sa zaoberá otázkami súvisiacimi s riadením rizík a sociálnou zodpovednosťou firmy, ktorú vzniesol ktorýkoľvek jej člen alebo výkonný riaditeľ.

Základné údaje o spoločnosti:

Obchodné meno:	Lindström, s.r.o.
Sídlo:	Orešianska ulica 3, 917 01 Trnava
IČO:	35742364
DIČ:	2020219883
Dátum vzniku:	06. 02. 2001
Právna forma:	s. r. o.
Štatutárny orgán	Santtu Jokinen, Tomáš Frimmel
SK NACE:	77.29.0
Základné imanie:	14 938 EUR

Predmet činnosti:

- kúpa tovaru za účelom jeho predaja konečnému
- spotrebiteľovi (maloobchod),
- kúpa tovaru za účelom jeho predaja iným
- prevádzkovateľom živnosti (veľkoobchod),
- sprostredkovateľská činnosť v oblasti obchodu a služieb,
- požičovňa textílií, odevov a drobného spotrebného tovaru,
- služba pracovne v rozsahu voľnej živnosti,
- šitie odevov,
- prenájom rohoží.⁴²

3.2. Pracovné postupy a použité metódy

Teoretické poznatky sme čerpali z odbornej literatúry v oblasti stanovenia hodnoty podniku s ohľadom na výnosové metódy. Vychádzali sme z domácej a zahraničnej knižnej literatúry, z článkov, z internetových zdrojov a z účtovnej závierky spoločnosti. Následne sme vytriedili dôležité informácie od tých menej dôležitých pre našu diplomovú prácu.

Pri spracovaní prvej kapitoly sme využívali metódu dedukcie, deskripcie a komparácie, pri ktorej sme porovnávali názory viacerých autorov na danú problematiku. Priblížili sme si zásady a dôvody ohodnocovania podniku, vysvetlili sme si pojem hodnota vs. cena podniku, popísali sme si faktory vplývajúce na hodnotu podniku, definovali sme si prístupy a postup ohodnotenia podniku, vymedzili sme si zdroje a zber informácií k ohodnoteniu podniku. Ďalej sme si stanovili spôsob zistenia miery kapitalizácie a definovali výnosové metódy.

Po vysvetlení problematiky v teoretickej časti sme oslovili spoločnosť Lindström, s.r.o. s ponukou stanoviť všeobecnú hodnotu spoločnosti výnosovou metódou. Po konzultácii s vedením spoločnosti, s ekonomickou manažérkou, po prevzatí potrebnej dokumentácie a oboznámení sa s cieľmi spoločnosti, ktoré boli podkladom pre finančný plán, sme pristúpili k vypracovaniu výsledkov práce.

Najprv sme charakterizovali analyzovaný podnik Lindström, s.r.o. a zhrnuli zoznam najdôležitejších podnikov pre spoločnosť. Pre zistenie vplyvov faktorov na spoločnosť z makroekonomického a odvetvového prostredia sme využívali metódu analýzy, sumarizácie a komparácie.

⁴² FINSTAT. [online]. [cit. 2018-01-25]. Dostupné na: <https://finstat.sk/35742364#viac-informacii>.

Pre zistenie finančného zdravia a budúceho vývoja spoločnosti sme využívali finančnú analýzu pomocou metód ex post a ex ante. Metódu abstrakcie sme využili pri vyberaní potrebných údajov z účtovnej závierky pre finančnú analýzu ex post. Prostredníctvom matematicko-štatistických metód sme analyzovali položky súvahy a výkazu ziskov a strát. Po vypočítaní finančných pomerových ukazovateľov sme prostredníctvom metódy dedukcie určili stav finančnej situácie podniku.

Následne sme pomocou metódy ex ante prognózovali budúci vývoj spoločnosti prostredníctvom vzájomnej konfrontácie Rýchleho testu, Altmanovho Z-score a Indexu bonity. Vo všetkých prípadoch vyšiel pozitívny vývoj spoločnosti do budúcnosti.

Pri vypracovaní finančného plánu na základe stanovených cieľov pre plánované obdobie 2018-2022 sme využili metódu dedukcie.

Náklady vlastného a cudzieho kapitálu sme číselne vyhodnotili prostredníctvom matematicko-štatistických metód. Priemerné náklady na kapitál sme vyčíslili na úrovni vlastných nákladov, keďže spoločnosť nedisponovala cudzím úročeným kapitálom. Pre určenie trvalo udržateľnej miery rastu podľa vývoja tržieb za spoločnosť sme využili metódu analógie.

Rozhodli sme sa pri stanovení hodnoty podniku výnosovou metódou pri neobmedzenej životnosti použiť metódu DFC entity a metódu kapitalizovaných čistých výnosov. Postupovali sme na základe vyhlášky Ministerstva financií SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty podniku a podľa odbornej literatúry.

Na záver sme zhodnotili dosiahnuté výsledky a následne sme navrhli možnosti zlepšenia finančného zdravia podniku, odstránenie nedostatkov s cieľom rastu trhovej hodnoty spoločnosti.

4 Výsledky práce

4.1 Východiská pre stanovenie všeobecnej hodnoty podniku Lindström, s.r.o.

4.1.1 Charakteristika spoločnosti Lindström, s.r.o.

Lindström sa riadia slovenským právnym a daňovým zákonom. Spoločnosť pôsobí s dlhoročnou tradíciou na slovenskom trhu už 17 rokov. Ponúka prenájom pracovných odevov a rohoží. Cieľom spoločnosti je sústredenie poskytovania rohoží a odevov, aby sa zákazník mohol s klúdom zamerať na svoju hlavnú podnikateľskú činnosť. Reprezentatívny, vhodný pracovný odev je podstatným faktorom z pohľadu bezpečnosti pri práci a pocitu pohodlia počas nej. Spoločnosť ponúka správne riešenia pracovného odevu pre spoločnosti a organizácie všetkých veľkostí a pre rôzne odvetvia – od zdravotnej starostlivosti cez potravinársky priemysel až po priemysel ťažkých kovov. Otestované, trvácne materiály a správny pracovný odev, ktorému sa dostáva správnej starostlivosti, zaisťuje bezpečnosť zamestnancov.

Ako službu prenájmu rohoží predávajú ľahké a cenovo prístupné riešenie, ktoré každý jeden deň udržiava vzhľad servisovaných spoločností v prvotriednom stave. Výber pokrýva rohože, ergonomické rohože, rohože do chodieb, tradičné rohože na zachytávanie blata a štýlové riešenia, ktoré sa hodia k firemnému imidžu.

Vízia spoločnosti Lindström a prostriedky na jej dosiahnutie, t. j. stratégia, sa určujú každých päť rokov. Hodnoty spoločnosti sa dodržiavajú pri určovaní cieľového stavu a prostriedkov, ktoré k nemu vedú. Strategické rozhodnutia spoločnosti a oblasti zamerania vývoja analyzuje každoročne riadiaci tím. Pri zmene vízie, misie a stratégie sa zmena a jej dopady na každodenné úlohy posudzuje v pracovných skupinách so zamestnancami. Servisná spoločnosť Lindström posilňuje firemný imidž svojich zákazníkov. Služby podporujú každodenné aktivity zákazníkov a ponúkajú najvyššiu efektivitu nákladov na trhu. Ide o zodpovednú nadnárodnú spoločnosť a vysoko hodnotenú ako zamestnávateľ. Stabilná spoločnosť s obrátom pol miliardy eur, dosahujúca vynikajúce zákaznícke skúsenosti s angažovanými zamestnancami.

Cieľom je vytvárať hodnotu pre zákazníkov vo všetkom, čo robia. Chcú sa starať o zákazníkov, poskytovať im najlepšie služby a dosiahnuť, aby boli na vzájomnú spoluprácu

hrdí. Snaha vytvárať výnimočné skúsenosti pre zákazníkov leží na srdci všetkým pracovníkom prevádzok.

Stratégia spoločnosti Lindström je založená na štyroch kľúčových bodoch: angažovaní zamestnanci, prevádzková dokonalosť, vynikajúce skúsenosti zákazníkov a rast. Sú presvedčení o tom, že spokojní zamestnanci znamenajú spokojných zákazníkov. Vítajú radosť z učenia sa.

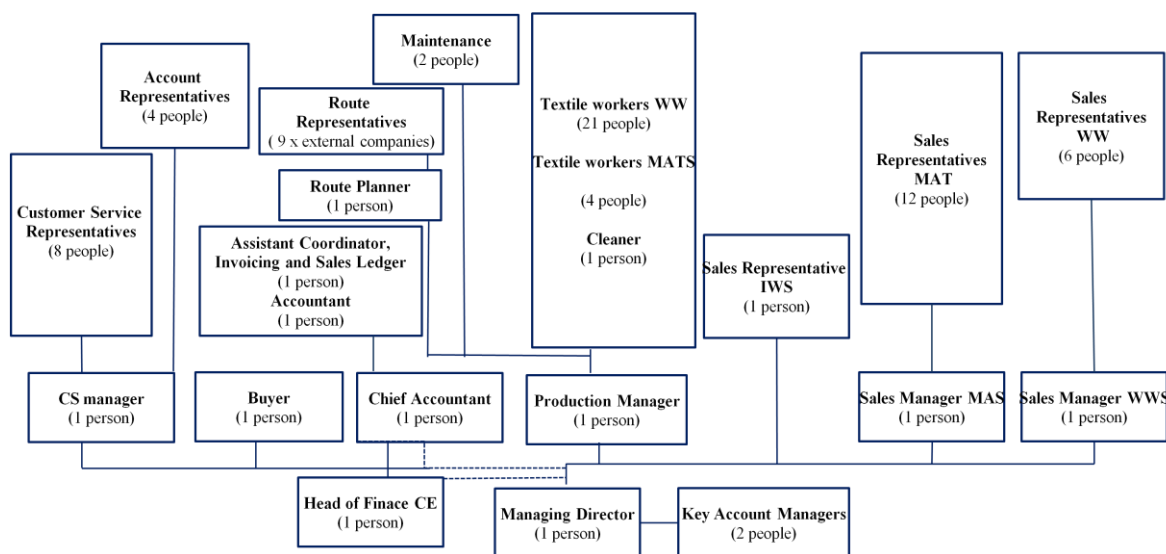
Podnik rastie organicky aj prostredníctvom akvizícií. Vďaka rastu dokážu poskytovať služby v úplne nových krajinách či mestách, alebo ich môžu prostredníctvom nových kanálov služieb poskytovať na existujúcich trhoch. Neustále rozširujú svoje predajné možnosti s cieľom ešte lepšie plniť meniace sa potreby zákazníkov.

Operácie spoločnosti Lindström sú riadené jej hodnotami: rentabilný rast, dlhodobé vzťahy so zákazníkmi a udržateľnosť, ako aj entuziazmus a chuť neustále sa učiť.

Spoločnosť Lindström, s.r.o. je jednou z dcérskych spoločností Lindström Oy, Helsinky a má vlastnú organizačnú štruktúru. Skladá sa z materskej spoločnosti v Helsinkách a z 24 štyroch dcérskych spoločnosti pričom jedna z nich sa nachádza na Slovensku v meste Trnava. Celkovo spoločnosť Lindström zamestnáva 3 500 zamestnancov v 24 krajinách s obratom 323 mil. Eur.⁴³

V nasledujúcom prehľadnom obrázku si môžeme všimnúť organizačné zastúpenie v spoločnosti na Slovensku.

Obrázok č. 1 Organizačná štruktúra spoločnosti Lindström, s.r.o.



(Zdroj: spoločnosť Lindström, s.r.o.)

⁴³ Lindström, s.r.o. [online]. [cit. 2018-01-25]. Dostupné na: <https://lindstromgroup.com/sk/>.

4.1.2 Zoznam najdôležitejších podnikov pre spoločnosť

Medzi najväčších **konkurentoch** spoločnosti Lindström, s.r.o. patrí:

- **SALESIANER MIETTEX s. r. o.**, Panónska cesta 3943 851 04 Bratislava – ponúka kompletný textilný prenájom so servisom pre hotely a gastronómiu, pracovné odevy pre priemysel a obchod, ako aj zásobovanie zdravotníctva,
- **Berendsen Textil Servis s. r. o.**, Ľ. Stárka 2152/16, 911 05 Trenčín - poskytuje prenájom a čistenie pracovných odevov, vstupných rohoží a mopov,
- **CWS-boco Slovensko, s. r. o.**, M. R. Štefánika 87, 920 01 Hlohovec - ponúka hygienu toaliet, osviežovače vzduchu, prenájom a pranie pracovných odevov a rohoží,
- **Lavaton s.r.o.**, Bulharská 44, 917 00 Trnava – poskytuje čistenie bielizne v hoteliérstve (na izbách, v reštaurácii, v kúpeľni, odev pre personál), v zdravotníctve (postelné prádlo), v priemysle (pracovné odevy) a čistenie rohoží.

Medzi najväčších **dodávateľov** spoločnosti Lindström, s.r.o. patrí:

- **ALTREVA spol. s r.o.**, Brněnská 331, Třebíč 674 01 – dodávateľ pracovných odevov,
- **UTT EUROPE KFT.**, 2040 Budaörs, Gyár u. 2. (BITEP - Szilárd Leó u.) – dodávateľ pracovných odevov,
- **WORKTEX LUIS chránená dielňa s. r. o.**, Cabajská 10 949 01 Nitra – dodávateľ pracovných odevov,
- **Triest-Val AS**, Põhja allée 2, Kohtla-Järve, Ida-Virumaa, 30324 – dodávateľ pracovných odevov,
- **ECOLAB s.r.o.**, Čajaková 18, 811 05 Bratislava – dodávateľ pre pracie a čistiacie prostriedky,
- **OQEMA, s.r.o.**, J. Kalinčiaka 5 971 01 Prievidza – dodávateľ chemických výrobkov
- **AJ Metal Design a.s.**, Dlhé lúky 2 919 35 Hrnčiarovce nad Parnou – dodávateľ skriniek pre odevy,
- **PERFECTA, s.r.o.**, Košická 37/4226, 821 08 Bratislava – dodávateľ pre logá na odevy,
- **TOMMAR Slovakia, s.r.o.**, Lamačská cesta 111 841 03 Bratislava – dodávateľ dizajnových rohoží,
- **Kleen-Tex Industries GmbH**, Münchner Str. 21, 6330 Kufstein, Rakúsko –dodávateľ štandardných rohoží.

Medzi najväčších **odvevových zákazníkov** patrí:

- **U-Shin Slovakia s. r. o.**, K letisku Budova 1329 040 17 Košice,
- **Bekaert Slovakia, s.r.o.**, Veľkoúľanská cesta 1332, Sládkovičovo,
- **Jaguar Land Rover Slovakia s.r.o.**, Vysoká 2/B 811 06 Bratislava,
- **SLOVEO a.s.**, Einsteinova 25 851 01 Bratislava,
- **MATADOR Industries, a. s.**, Továrenská 1 018 41 Dubnica nad Váhom,
- **Púchovský mäsový priemysel, a.s.**, Vsetínska 1354/15 020 39 Púchov,
- **ZF Slovakia, a.s.**, Strojársená 2 917 02 Trnava.

Medzi najväčších **rohožových zákazníkov** patrí:

- **BILLA s.r.o.**, Bajkalská 19/A 821 02 Bratislava,
- **Digital Park II**, Einsteinova 25 851 01 Bratislava,
- **COOP Jednota** Nové Zámky, Revúca, Galanta, Trnava, Levice, Dunajská Streda,
- **VÚB, a.s.**, Mlynské nivy 1 829 90 Bratislava,
- **TESCO STORES SR, a.s.**, Kamenné nám. 1/A, Bratislava,
- **SOCIÁLNA POISŤOVŇA**, 29. augusta 8 a 10 81363 Bratislava-Staré Mesto.

4.1.2 Makroekonomický vývoj Slovenskej republiky

V tejto kapitole sme hodnotili vývoj základných makroekonomických ukazovateľov Slovenskej republiky, ktoré sú nevyhnutné pri posudzovaní okolia podniku. Pomohli nám k objektívnejšiemu určeniu hodnoty podniku. Pri analýze týchto ukazovateľov sme vychádzali z údajov týchto inštitúcií:

- Národná banka Slovenska,
- Ardal,
- Ministerstvo financií Slovenskej republiky,
- Štatistický úrad Slovenskej republiky
- Eurostat,
- Európska centrálna banka.

Raitingové hodnotenie Slovenskej republiky

Ratingové agentúry priradujú bankám, krajinám (vrátane miestnej samosprávy) a iným spoločnostiam úverové ratingy, ktoré zodpovedajú k ohodnoteniu schopnosti danej krajiny.

Tiež predstavujú hodnotenie schopnosti organizácie splácať záväzky z vydaných obligácií či iných dlhových nástrojov a riadne plnenie si svojich povinností voči svojim veriteľom. SR v súčasnosti spolupracuje najmä s nasledovnými ratingovými agentúrami:

- Standard and Poor's,
- Moody's,
- Fitch Ratings.⁴⁴

Hodnotenie Slovenskej republiky ratingovými agentúrami ovplyvňuje úrokové sadzby vydávaných štátnych dlhopisov. Dôveru investorov k poskytnutiu pôžičky Slovenskej republiky za nižší úrok posilňuje vysoký rating Slovenska. O stabilnom výhlade hovoríme v prípade, ak agentúra prognózuje stabilný vývoj verejných financií a ekonomiky a počas blízkej budúcnosti nepredpokladá výrazný pozitívny alebo negatívny odklon od očakávaných fiškálnych a makroekonomických ukazovateľov. Ako si môžeme všimnúť z tabuľky č. 1 všetky ratingové agentúry pozitívne hodnotia Slovenskú republiku a predpokladajú dobrý výhľad do budúcnosti. V roku 2012 agentúra Moody's priradila negatívny výhľad z dôvodu pádu vlády, zvyšovania zadlženosti a nezamestnanosti Slovenska a tiež k tomu dopomohla kríza v eurozóne.⁴⁵

⁴⁴ ARDAL. [online]. *Rating SR*. [cit. 2018-02-20]. Dostupné na: <https://www.ardal.sk/sk/ekonomicke-informacie/rating-sr>.

⁴⁵ EURACTIV. *Európska komisia zlepšila výhľad rastu slovenskej ekonomiky*. [online]. [cit. 2018-02-20]. Dostupné na: <https://euractiv.sk/section/buducnost-eu/news/europska-komisia-zlepsila-vyhled-rastu-slovenskej-ekonomiky/>.

Tabuľka č. 1 Raitingové hodnotenie Slovenskej republiky za roky 2010-2017

Rok	Ratingová agentúra				
	Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings	Rating and Investment Information	Japan Credit Agency
2017	A+ stabilný výhľad	A2 pozitívny výhľad	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2016	A+ stabilný výhľad	A2 stabilný výhľad	A + stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2015	A+ stabilný výhľad (od augusta)	A2 stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2014	A pozitívny výhľad (od augusta)	A2 stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2013	A stabilný výhľad	A2 stabilný výhľad (od októbra)	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2012	A+ pozitívny výhľad (od augusta)	A2 negatívny výhľad od februára	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2011	A+ stabilný výhľad	A1 stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad
2010	A+ stabilný výhľad	A1 stabilný výhľad (od marca)	A+ stabilný výhľad	A stabilný výhľad	A+ stabilný výhľad

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *História ratingového hodnotenia*

Slovenskej republiky. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na:

https://www.nbs.sk/_img/Documents/RATING/RatingHistory-SR.pdf)

Hrubý domáci produkt Slovenskej republiky a jeho vývoj

Z uvedenej tabuľky č. 2 vidíme HDP Slovenskej republiky za roky 2011-2017. Môžeme usúdiť že HDP stúpa a slovenskej ekonomike sa celkovo darí. Za negatívne môžeme považovať klesajúcu tendenciu medziročnej zmeny HDP, z čoho môžeme usúdiť pravdepodobné súčasné a budúce problémy v Slovenskej republike. V roku 2017 je nárast spotreby domácností a investícií je iba čiastočne kompenzovaný poklesom exportu a vládnej spotreby.

Tabuľka č. 2 Vývoj HDP SR v rokoch 2011-2017

HPD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
V stálych cenách (mld. €)	67,86	70,22	71,76	74,27	76,13	78,79	80,76
V bežných cenách (mld. €)	68,97	71,10	72,13	74,66	76,52	79,20	81,18
Medziročná zmena (%)	4,60	3,10	1,40	3,50	2,50	3,50	2,50

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa EUROEKONÓM. *Reálna ekonomika Slovenskej republiky 2017*. [online].

[cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2017/>.)

Dôvodom dynamického rastu Slovenskej ekonomiky je z veľkej časti domáci dopyt. V ďalšom období môžeme očakávať prevahu exportnej výkonnosti vplyvom nových investícií v automobilovom priemysle, čo spôsobí rast HDP na 4,2 % v tomto roku a na 4,5 % v roku 2019.

Mohli by sme povedať, že slovenská ekonomika má dobrý výhľad aj do budúcnosti, o čom svedčí aj rast HDP na 4,2 % v roku 2018, čo by umiestnilo Slovenskú republiku na šieste miesto v raste v rámci Európskej únie a štvrté miesto v rámci eurozóny. V roku 2018 sa predpokladá zlepšenie spotreby domácností kompenzované pomalšími verejnými výdavkami. Ku domácej spotrebe sa pridáva export a zrýchľujú sa aj investície.

V roku 2019 sa prognózuje zvýšenie exportu aj spotreby domácností. Ide o vrchol pokrízového boomu a export je podporený produkciou automobiliek. Následne by sa mal spomaliť rast ekonomiky na 3,9 % v roku 2020 a v roku 2021 na 3,4 %. Vplyvom tohto poklesu budú rýchlejšie rásť mzdy, čo sa prejaví v rastúcej dopytovej inflácii.

V rokoch 2020-2021 môžeme prognózovať návrat k potenciálu a uzatváraniu produkčnej medzery. Predpokladáme spomalenie exportu, súkromnej spotreby a aj investícií.⁴⁶

⁴⁶ NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Očakávaný makroekonomický vývoj SR*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2018/01-2018/Biatec_18_1_02Beka.pdf.

Tabuľka č. 3 Prognozovaný vývoj HDP, exportu a importu tovarov a služieb za roky 2018-2020

HDP	2018	2019	2020	2021
Reálny rast HDP (%)	4,20	4,50	3,90	3,40
HDP v bežných cenách (mld. €)	90,2	96,1	102,1	108
Export tovarov a služieb (%)	7,90	8,50	7,10	5,90
Import tovarov a služieb (%)	7,10	7,20	6,20	5,20

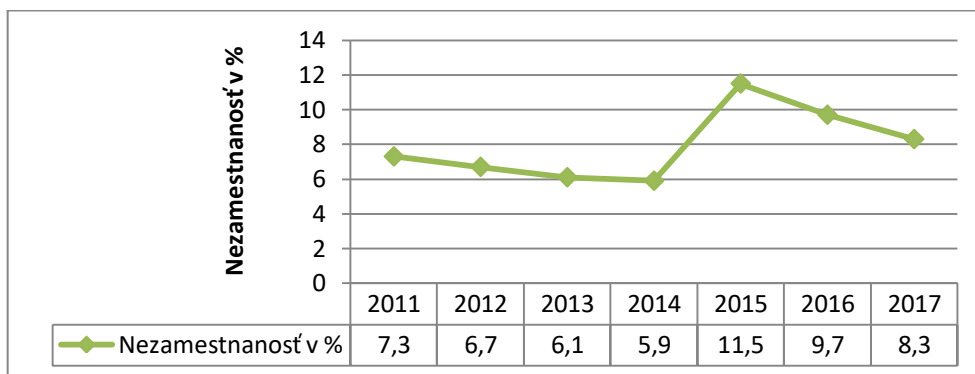
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa MINISTERSTVO FINANCIÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. 44. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (február 2018). [online]. 2018. [cit. 2018-02-25].

Dostupné na: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11680>.)

Nezamestnanosť Slovenskej republiky a jej vývoj

Na základe uvedených informácií najvyššiu hodnotu dosiahla nezamestnanosť v roku 2013 s hodnotou 14,2 %. V ďalšom roku nastal pokles nezamestnanosti na 13,2 % a pozitívny vývoj si udržal aj v nasledovných rokoch. V roku 2017 bola najnižšia nezamestnanosť 8,3 %.

Graf č. 1 Vývoj nezamestnanosti v rokoch 2011-2017 v %

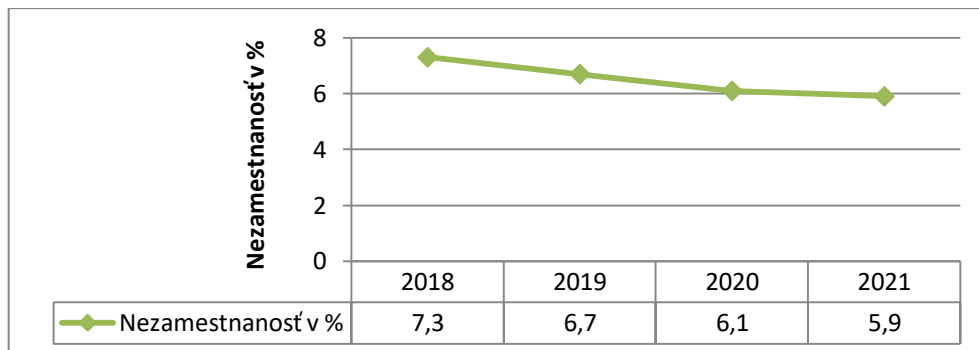


(Zdroj: vlastné spracovanie podľa EUROEKONÓM. *Reálna ekonomika Slovenskej republiky 2017*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2017/>.)

Pozitívny vývoj ekonomiky spôsobí zvýšenie počtu nových pracovných miest a tým pádom pokles miery nezamestnanosti. Pracovných miest pribúda najmä v službách, v ktorých sa prejavuje reálna kúpyschopnosť z bezinflačného obdobia. Celková miera nezamestnanosti klesá, čo tlačí celkovo na rast miezd, čo na jednej strane posilňuje kúpyschopnosť obyvateľstva a teda aj dopyt v rámci krajiny. Celkový rast miezd by mal viesť v nasledujúcich rokoch k zvýšeniu inflácie. Miera nezamestnanosti sa bude postupne znižovať, čo naznačuje ďalšie zhoršenie situácie na trhu práce. Nominálny rast miezd bude pravdepodobne silný v priebehu roka 2018 a tento trend bude pokračovať aj v roku 2019, za čím možno vidieť nárast nedostatku pracovných síl a oživenie spotrebiteľských cien. Za

lepším vývojom domácej zamestnanosti je tiež pokles Slovákov pracujúcich v zahraničí. V roku 2018-2020 predpokladáme mierny rast aktívneho obyvateľstva vďaka vyššej participácii – posun veku odchodu do dôchodku a viac zahraničných pracovníkov.

Graf č. 2 Prognózovaná nezamestnanosť v rokoch 2018-2021 v %



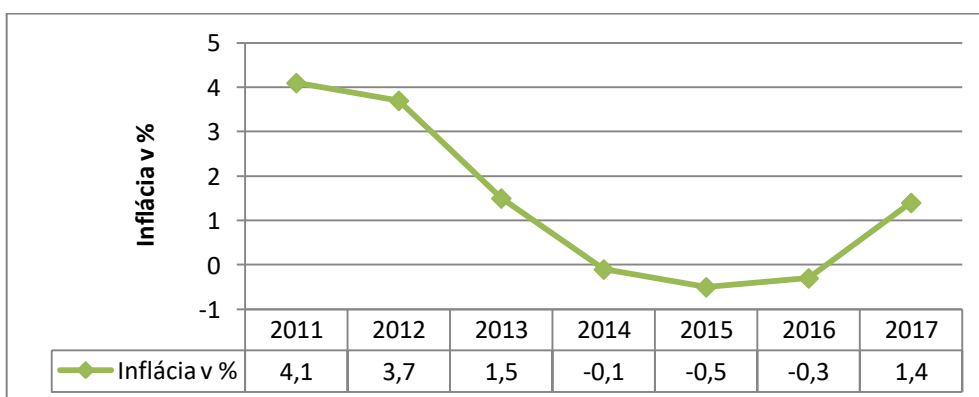
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa MINISTERSTVO FINANCIÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. 44. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (február 2018). [online]. 2018. [cit. 2018-02-25].

Dostupné na: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11680>.)

Inflácia Slovenskej republiky a jej vývoj

Najvyššia miera inflácie bola v rokoch 2011-2012 kedy sa hodnota vyšplhala v roku 2011 na 4,1 % a v roku 2012 na 3,7 %. V roku 2013 sa miera inflácie znížila a v rokoch 2014-2016 dosiahla defláciu, čiže opak inflácie. Po troch rokoch klesajúcich cien sa inflácia dostala v roku 2017 do kladných hodnôt. Zvyšujúce sa ceny komodít sa prejavujú v akcelerácii cien potravín ako aj v celkovej inflácii.

Graf č. 3 Inflácia v rokoch 2011-2017 v %



(Zdroj: vlastné spracovanie podľa EUROEKONÓM. *Reálna ekonomika Slovenskej republiky 2017*. [online].

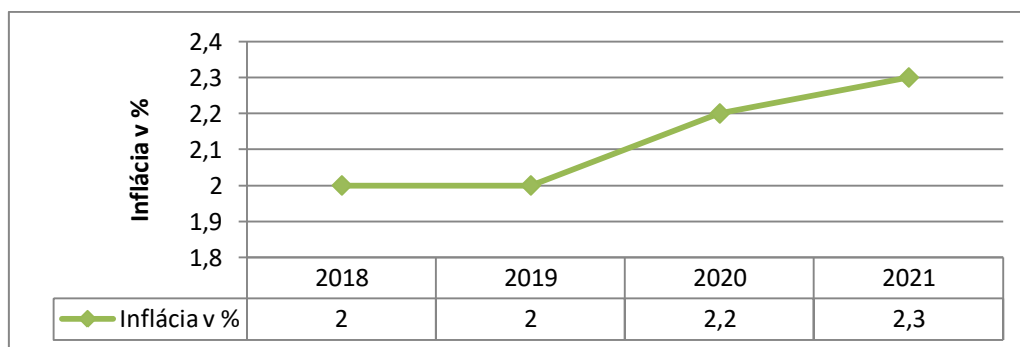
[cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2017/>.)

K dynamike inflácie by mali od tohto roku prispieť ceny potravín. Je to vplyvom technických predpokladov o vývoji potravinárskych komodít a odznenia efektu poklesu nižšej DPH na vybrané potraviny od januára roku 2016.

V roku 2018 očakávame mierne pomalší rast cien tovarov na základe aktuálneho vývoja a silnejšieho kurzu EUR/USD. Prognózuje rýchlejší rast cien pohonných hmôt, ktorý odráža vývoj ceny ropy a posilnenie EUR/USD. V rokoch 2017-2018 očakávame zrýchľovanie dynamiky cien sprevádzane uzavretím produkčnej medzery.

V rokoch 2019-2021 očakávame zmenu štruktúry čistej inflácie z dôvodu akcelerácie rastu cien služieb. Vplyvom pomalšieho rastu cien obchodovateľných tovarov prognózuje vyššie dopytové tlaky z miezd. Predpokladáme regulované ceny podľa future kontraktov elektriny a plynu na európskych burzách.

Graf č. 4 Prognózovaná inflácia v rokoch 2018-2021 v %



(Zdroj: vlastné spracovanie podľa MINISTERSTVO FINANCIÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. 44. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (február 2018). [online]. 2018. [cit. 2018-02-25].

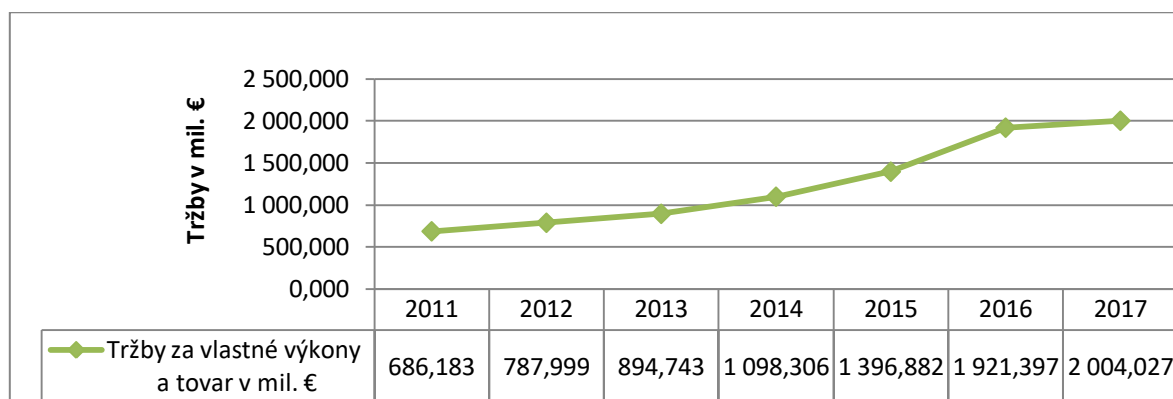
Dostupné na: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11680>.)

4.1.3 Odvetvová analýza

Keďže spoločnosť sa zaoberá prenájmom, praním odevov a rohoží zaraďujeme podľa SK NACE spoločnosť Lindström, s.r.o. do odvetvia Administratívne a podporné služby. V rámci odvetvia spoločnosť patrí do divízie 77 Lízing a prenájom a spadá do podtriedy 77.29.0 Prenájom a lízing ostatných osobných potrieb a potrieb pre domácnosť.

Na základe zverejnených publikácií Štatistického úradu Slovenskej republiky môžeme tvrdiť že tržby za vlastné výkony a tovar a priemerný počet zamestnaných osôb každým rokom počas sledovaného obdobia 2011-2017 rástli. Tento trend vývoja hodnotíme ako pozitívny.

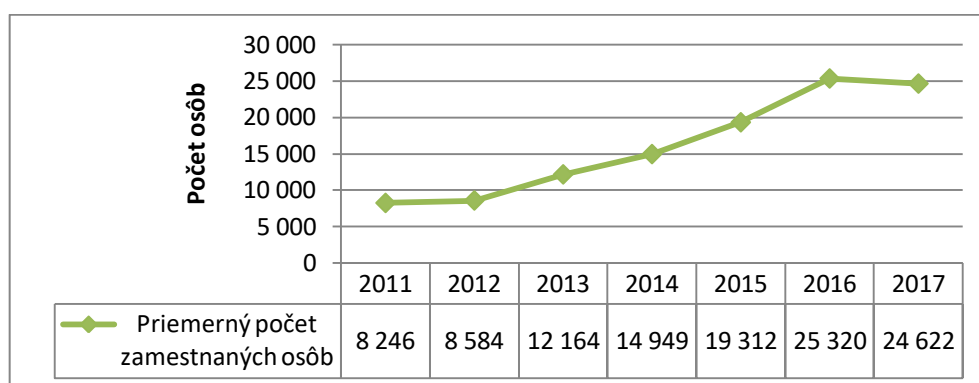
Graf č. 5 Tržby za vlastné výkony a tovar za odvetvie Administratívne a podporné služby za roky 2011-2017



(Zdroj: vlastné spracovanie podľa ŠTATISTICKÝ ÚRAD SLOVENSKEJ REPUBLIKY. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://slovak.statistics.sk.>)

Počet zamestnaných ľudí v odvetví Administratívne a podporné služby zachytávame v nasledovnom grafe.

Graf č. 6 Priemerný počet zamestnaných osôb za odvetvie Administratívne a podporné služby za roky 2011-2017



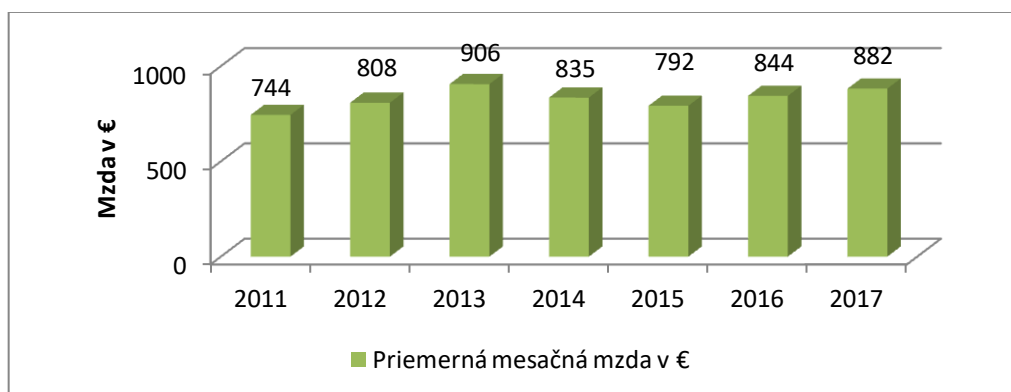
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa ŠTATISTICKÝ ÚRAD SLOVENSKEJ REPUBLIKY. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://slovak.statistics.sk.>)

Pri priemernej mesačnej mzde za odvetvie môžeme postrehnúť mierne výkyvy. V roku 2013 vidíme najvyššiu úroveň priemernej mzdy počas sledovaného obdobia a to 906 €. Následne zaznamenávame pokles v rokoch 2014-2015. V roku 2016-2017 sledujeme zvyšovanie priemernej mesačnej mzdy.

Najviac zamestnancov, ktorí dostávajú minimálnu mzdu pracuje v odvetví Administratívne a podporné služby a najmenej vo Finančných a poisťovacích činnostiach, či v odvetví Dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu. Muži za minimálnu mzdu pracujú najčastejšie v odvetví Administratívne a podporné služby a Stavebníctvo. Čo

sa žien týka, tie dostávajú minimálnu mzdu v odvetví Ubytovacie a stravovacie služby a Ostatné činnosti.⁴⁷

Graf č. 7 Priemerná mesačná mzda za odvetvie Administratívne a podporné služby za roky 2011-2017



(Zdroj: vlastné spracovanie podľa ŠTATISTICKÝ ÚRAD SLOVENSKEJ REPUBLIKY. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://slovak.statistics.sk>.)

Zoznam žiaducich a nežiaducich odborov a činností

Za **žiaduce faktory** považujeme:

- **Zlepšovanie trhovej pozície** - snaha spoločnosti zlepšovať trhovú pozíciu a zlepšovanie dobrého mena spoločnosti Lindström, s.r.o. čo má za následok vedúce postavenie spoločnosti vo svojom odbore.
- **Zlepšovanie rozvoja a kvalifikácie pracovníkov** - sa odráža vo väčšej efektívnosti práce. Podnik má vysoké nároky na profesionálnu úroveň zamestnancov. Držať krok s týmto trendom pomáhajú zamestnancom zákazníckeho centra a ekonomického oddelenia rôzne školenia a špeciálne programy.
- **Spokojnosť zamestnancov** - je veľmi dôležitá pre firmu. Pre zamestnancov sa snaží spoločnosť uplatňovať firemnú politiku kariérneho rastu. Snaží sa oceniť svojich zamestnancov, hlavne verných zamestnancov pracujúcich dlhé roky pre firmu rôznymi výhodami (napr. zvýšenie platu, viac dní dovolenky, darček, zaplatenie výletu či zájazdu).

⁴⁷ MZDOVÉ CENTRUM. *Hlavné mzdové ukazovatele v 3. štvrtroku 2016*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <http://www.mzdovecentrum.sk/clanok-kaviaren/hlavne-mzdove-ukazovatele-v-tretom-strvrtroku-2016.htm>.

- **Spokojnosť zákazníkov** - firma sa snaží vždy vyhovieť svojim zákazníkom za každých okolností, aj keď mnoho krát je to pre firmu nerentabilné, ale je to cesta ako si vybudovať dobré meno a najväčší podiel na trhu medzi konkurentmi. Pravdou je, že spoločnosť ponúka služby servisovania odevov a rohoží na najvyššej možnej úrovni, čo sa týka kvality na slovenskom trhu.
- **Korektné vystupovanie voči dodávateľom** - s ktorými má spoločnosť nadštandardné, dlhoročné a obojstranne výhodné obchodné vzťahy.
- **Flexibilita** - spoločnosť má servisných technikov, ktorí flexibilne dokážu poskytovať túto službu po celom Slovensku bez problémov. Lindström, s.r.o. sa nachádza na západe Slovenskej republiky, ale z logistických dôvodov disponuje so skladoom aj vo východnej časti. Servisní technici jazdiaci v tejto časti si naložia svoje auto s čistými odevmi a rohožami a dokážu poskytovať službu na čas a efektívne po celom Slovensku. Zákaznícky servis sa tiež vždy snaží prispôsobiť potrebám a nárokom zákazníkov.
- **Efektivita služby s minimom chybovosti** – komunikáciou a spoluprácou medzi oddeleniami sa snažia zamestnanci minimalizovať chybovosť. Z tohto dôvodu spoločnosť zamestnáva kontrolóra kvality, ktorý kontroluje chybovosť v produkcii a odstraňuje vzniknuté nedostatky. Vedúci dopravy zabezpečuje kontrolu dopravy aby tiež zabezpečil bezchybný chod dopravy.
- **Snaha byť ekologicky zodpovedný voči nášmu životnému prostrediu** - napr. formou prác prostriedkov s minimálnym škodlivým účinkom voči ŽP, spaľovňa určená pre zničené odevy, čistička odpadových vôd, recyklácia odpadov a pod.
- **Využívanie miestnych služieb, špecialistov a dodávateľov** - v prípade poruchy priemyselných práčok a šijacich mašín využíva spoločnosť opravárov v okolí podniku, za účelom rýchleho odstránenia poruchy a pokračovania prevádzky. Lindström, s.r.o. využívanie BOZP špecialistu z okolia podniku na zaškoľovanie nových pracovníkov. Na čistenie kanalizácie využíva spoločnosť špecializovanú firmu, ktorá sa nachádza v blízkom okolí spoločnosti Lindström, s.r.o. Pre manažérov firma uskutočňuje výučbu anglického jazyka lektorom z rovnakého mesta ako je spoločnosť. Lokálny dodávateľ zabezpečuje pitný režim pre firmu pravidelným dopĺňaním nádrží s vodou a kávomatov. Firma využíva pre zamestnancov v blízkom okolí Lindströmu relaxačné masáže, usporadúva v miestnych hoteloch firemné večierky a sociálne akcie.

Za **nežiaduce faktory** považujeme:

- **Nával zákazníkov** - spoločnosť sa snaží stavať zákazníka na prvé miesto a veľa krát je to pre firmu priam nerentabilné. S návalom nových zákazníkov vznikajú nové a vyššie nároky zo strany zákazníkov, ktoré sú pre firmu a jej zamestnancov často krát veľmi stresujúce. Firma musí neustále zvyšovať efektivitu poskytovaných služieb.
- **Tlak na zamestnancov** - pracovníci na zákazníckom servise sú pod veľkým stresom a tlakom, tak zo strany zákazníka ako aj firmy. Takýto tlak môže byť spojený so zvýšenou fluktuáciou a stresovým zaťažením z dlhodobého hľadiska. Vysoký tlak je kladený aj na produkciu. Neustále zvyšujúce množstvo kusov odevov a rohoží vyžaduje od zamestnancov vyšší výkon a prácu na zmenu.
- **Nekvalifikovaný trh práce** - v súčasnosti je veľmi náročné nájsť kvalifikovaných ľudí, ktorí sú vhodní na danú pozíciu.
- **Dodanie nekvalitných odevov, rohoží a prácich prostriedkov od dodávateľov** – zhoršujú kvalitu poskytovaných služieb zákazníkom.

4.1.4 Finančná analýza podniku a SWOT analýza

Neodmysliteľnou súčasťou pre stanovenie všeobecnej hodnoty podniku je vypracovanie finančnej analýzy podniku. Je veľmi dôležitá pre zistenie súčasného finančného zdravia spoločnosti a jeho možného predikovania do budúcnosti.

Zdrojom pre finančnú analýzu podniku Lindström, s.r.o. sú účtovné závierky za roky 2015, 2016 a 2017. Súčasťou účtovnej závierky spoločnosti je Súvaha, Výkaz ziskov a strát a Poznámky, ktoré sa riadia zákonom o účtovníctve 431/2002 Z. z. V tejto kapitole sa budeme venovať vypracovaniu finančnej analýzy „ex post“, finančnej analýzy „ex ante“ a SWOT analýzy.

Finančná analýza „ex post“

Analýza ex-post skúma dosiahnuté výsledky spoločnosti. Hodnotí finančnú situáciu podniku za sledované obdobie prostredníctvom absolútnych a relatívnych ukazovateľov. Kvantifikuje a identifikuje činitele, ktoré determinovali doterajší vývoj spoločnosti. Skladá sa zo štyroch krokov, ktorými sú realizácia horizontálnej a vertikálnej analýzy súvahy a výkazu ziskov a strát, vyčíslenie ukazovateľov likvidity, aktivity, zadlženosti, rentability a interpretácia záverov.

Horizontálna a vertikálna analýza súvahy

K analyzovaniu finančného stavu podniku využívame horizontálnu a vertikálnu analýzu. Horizontálna analýza slúži k identifikovaniu zmien v čase

Horizontálna a vertikálna analýza slúži na posúdenie finančnej situácie podniku. Ide vlastne o analýzu absolútnych ukazovateľov. V prípade horizontálnej analýzy hovoríme o zisťovaní zmien uskutočnených v čase. Vertikálna analýza určuje percentuálny podiel položiek účtovných výkazov na celkovej hodnote viazaných položiek. V nasledujúcej tabuľke č. 4 si rozoberieme jednotlivé položky aktív v nami sledovanej účtovnej jednotke.

Tabuľka č. 4 Horizontálna analýza spoločnosti Lindström, s.r.o.

STRANA AKTÍV	2015		2016		2017		INDEX 2016/2015	INDEX 2017/2016
	(€)	(%)	(€)	(%)	(€)	(%)		
SPOLU MAJETOK	6 378 862	100,00	6 969 622	100,00	7 269 086	100,00	1,09	1,04
Neobežný majetok	4 902 181	76,85	5 000 850	71,75	5 114 897	70,37	1,02	1,02
DNM	20 205	0,41	16 345	0,33	12 469	0,24	0,81	0,76
Softvér	19 050	94,28	16 345	100,00	12 469	100,00	0,86	0,76
Obstarávaný DNM	1 155	5,72	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
DHM	4 881 976	99,59	4 984 505	99,67	5 102 428	99,76	1,02	1,02
Pozemky	854 614	17,51	854 614	17,15	854 614	16,75	1,00	1,00
Stavby	2 652 150	54,33	2 392 377	48,00	2 140 961	41,96	0,90	0,89
SHV a SHV	1 375 212	28,17	1 737 514	34,86	2 100 093	41,16	1,26	1,21
Ostatný DHM	0	0,00	0	0,00	6 760	0,13	0,00	0,00
DFM	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Obežný majetok	1 476 681	23,15	1 965 446	28,20	2 124 010	29,22	1,33	1,08
Zásoby	24 954	1,69	24 846	1,26	16 398	0,77	0,99	0,66
Dlhodobé pohľ.	43 154	2,92	27 434	1,40	11 772	0,55	0,64	0,43
Odložená daňová pohľadávka	43 154	100,00	27 434	100,00	11 772	100,00	0,64	42,91
Krátkodobé pohľ.	1 153 544	78,12	1 279 083	65,08	1 704 583	80,25	1,11	1,33
Pohľ. z obch. styku	1 153 544	100,00	1 249 961	97,72	1 337 763	78,48	1,08	1,07
Pohľ. z obch. styku voči prepojeným ÚJ	29 784	2,58	51 282	4,01	39 872	2,34	1,72	0,78
Ostatné pohľ. z obchodného styku	1 123 760	97,41	1 198 679	93,64	1 297 891	76,14	1,07	1,08
Ostatné pohľ. voči prepojeným ÚJ	0	0,00	0	0,00	300 317	17,62	0,00	0,00
Daňové pohľ. a dotácie	0	0,00	29 056	2,27	66 418	3,90	0,00	2,29
Iné pohľadávky	0	0,00	66	0,01	85	0,005	0,00	1,29
KFM	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Finančné účty	255 029	17,27	634 083	32,26	391 257	18,42	2,49	0,62
Peniaze	3 945	1,55	6 335	1,00	6 788	1,73	1,61	1,07
Účty v bankách	251 084	98,45	627 748	99,00	384 469	98,27	2,50	0,61
Časové rozlíšenie	0	0,00	3 326	0,17%	30 179	0,42	0,00	9,07
Náklady budúcich období krátkodobé	0	0,00	3 326	100,00	1 751	5,80	0,00	0,53
Príjmy budúcich období dlhodobé	0	0,00	0	0,00	28 428	94,20	0,00	0,00

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Celkový majetok spoločnosti Lindström, s.r.o. vzrástol v roku 2016 oproti roku 2015 o 9 % a v roku 2017 oproti 2016 vzrástol o 4 %. Prevažnú časť majetku tvorí neobežný majetok s podielom 70,37 % na majetku spoločnosti. Obežný majetok tvorí 29,22 % na majetku, čo nám taktiež napovedá, že sa jedná o výrobný podnik. Časové rozlíšenie má na celkovom majetku spoločnosti zanedbateľný podiel.

Obežný majetok vzrástol v roku 2016 oproti roku 2015 o 33 % a v ďalšom roku vzrástol o 8 %. Najvyšší podiel na obežnom majetku majú krátkodobé pohľadávky a to 80,25 % s medziročným rastom o 33 %. Z nich až 78,48 % tvoria pohľadávky z

obchodného styku, čo je pre spoločnosť pozitívnym aspektom, pretože očakávajú budúce príjmy od odberateľov krátkodobého charakteru do jedného roka. Je to spôsobené tým, že spoločnosť má veľa neplatičov. Na vymáhanie pohľadávok preto Lindström, s.r.o. využíva špecializovanú spoločnosť Intrum Slovakia s.r.o., ktorá pomocou vyspelých technologických riešení dokáže spojiť interné a verejné informačné registre a spojiť väčší počet pohľadávok voči jednému dlžníkovi, a tak výrazne znížiť náklady spojené v vymáhaním. Krátkodobé pohľadávky z obchodného styku sa medziročne v rokoch 2015-2016 zvýšili o 8 % a v ďalšom roku o 7 %, čo nie je až také výrazné zvýšenie a vypovedá o stabilite schopnosti odberateľov splácať svoje záväzky do jedného roka. V rámci krátkodobých pohľadávok si môžeme všimnúť prudké zvýšenie pri daňových pohľadávkach a dotáciách o 129 %. Pravdepodobne z dôvodu preddavkov prevyšujúcich splatnú daň. Spoločnosť vykazuje pohľadávky po lehote splatnosti vo výške 261 022 €, z ktorých 14,6 % je po lehote splatnosti viac ako rok, ku ktorým vytvorila opravnú položku vo výške 22 759 €. Bežná lehota splatnosti pohľadávok je 14 dní. Spoločnosť vytvára opravné položky na pohľadávky v závislosti od ich vekovej štruktúry.

Ďalšou položkou s vplyvom na obežný majetok sú dlhodobé pohľadávky s podielom 0,55 % na obežnom majetku. Zásoby majú podiel na obežnom majetku 0,77 %, čo môžeme považovať za pozitívne, pretože podnik neviaže veľa peňažných prostriedkov v zásobách. Je to spôsobené prijatím nového nákupcu do spoločnosti, ktorého úlohou je udržiavať optimálnu výšku zásob. Finančné účty sa za posledné obdobie znížili o 38 %. Je to spôsobené aj nákupom kuchynskej linky, kuchynských spotrebičov, chladničky a potrebného vybavenia do kuchyne. Ďalej spoločnosť v roku 2017 nakúpila pre obchodných zástupcov tablety, notebooky a mobilné telefóny. Tým, že sú priemyselné práčky a šijacie stroje dosť opotrebované, je nutné aby firma neustále nakupovala nové súčiastky a diely pre plynulý chod prevádzky.

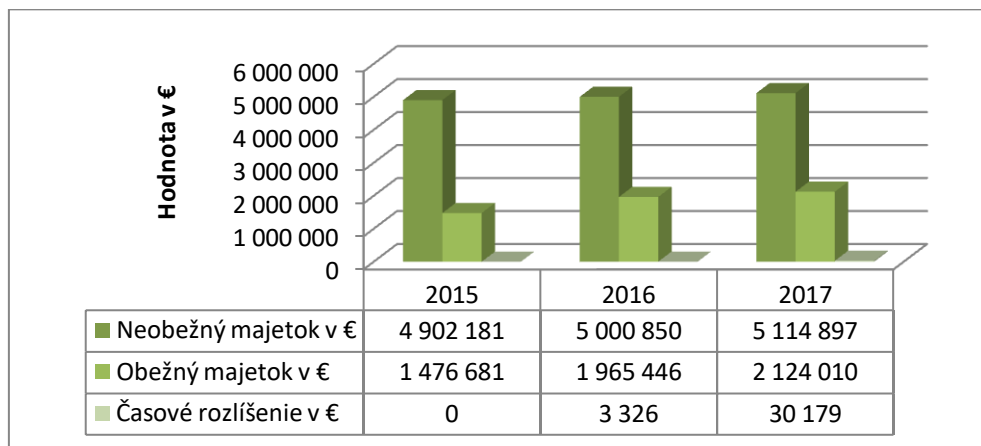
V rámci časového rozlíšene zaznamenávame rast o 807 %. Najväčší podiel na ňom majú s 94,2 % podielom príjmy budúcich období. Je to spôsobené hodnotou poskytnutých služieb odberateľovi, ktoré mu neboli vyfakturované.

Neobežný majetok sa z roku 2015-2016 medziročne zvýšil o 2 % a v ďalšom roku tiež o 2 %. Najvyšší podiel na ňom tvorí dlhodobý hmotný majetok a to 99,76 %, keďže podnik nie je v prenajatých priestoroch a má vo vlastníctve pozemok a budovu. Dlhodobý nehmotný majetok sa znížil o 14 % a dlhodobý hmotný sa zvýšil o 2 %. V rámci dlhodobého hmotného majetku môžeme spozorovať zvýšenie pri samostatných hnutel'ných

veciach a súboroch hnuiteľných vecí, čo bolo spôsobené nákupom novej kuchynskej linky, chladničky, indukčnej platne a celkového vybavenia do kuchyne.

Nasledovné grafické zobrazenie vyjadruje vývoj štruktúry a objemu položiek majetku v sledovanom období.

Graf č. 8 Vývoj položiek majetku spoločnosti Lindström, s.r.o. v rokoch 2015-2017



(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Tabuľka č. 5 Vertikálna analýza spoločnosti Lindström, s.r.o.

STRANA PASÍV	2015		2016		2017		INDEX 2016/2015	INDEX 2017/2016
	(€)	(%)	(€)	(%)	(€)	(%)		
SPOLU VI A ZÁVÄZKY	6 378 862	100,00	6 969 622	100,00	7 269 086	100,00	1,09	1,04
Vlastné imanie	5 463 231	85,65	6 165 645	88,46	6 195 018	85,22	1,13	1,00
Základné imanie	14 938	0,27	14 938	0,24	14 938	0,24	1,00	1,00
Emisné ážio	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Ostatné kapitálové fondy	1 328	0,02	1 328	0,02	1 328	0,02	1,00	1,00
Zákonné rezervné fondy	1 494	0,03	1 494	0,02	1 494	0,02	1,00	1,00
Zákonný rezervný fond a nedeliteľný fond	1 494	100,00	1 494	100,00	1 494	100,00	1,00	1,00
Ostatné fondy zo zisku	20 159	0,37	20 159	0,33	20 159	0,33	1,00	1,00
Ostatné fondy	20 159	100,00	20 159	100,00	20 159	100,00	1,00	1,00
Oceňovacie rozdiely z preceňovania súčet	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
VH minulých rokov	4 578 848	83,81	5 424 634	87,98	5 627 726	90,84	1,18	1,04
Nerozdelený zisk minulých rokov	6 701 285	146,35	7 547 751	139,14	7 750 163	137,71	1,13	1,03
Neuhrazená strata minulých rokov	- 2 122 437	-46,35	-2 123 117	-39,14	-2 122 437	-37,71	1,00	2,18
VH za účtovné obdobie po zdanení	846 464	15,49	703 092	11,40	529 373	8,55	0,83	0,75
Záväzky	891 073	13,97	803 977	11,54	1 074 068	14,78	0,90	1,34
Dlhodobé záväzky	324 301	36,39	16 695	2,08	14 329	1,33	0,05	0,86
Dlhodobé záväzky z obch. styku súčet	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Ostatné záväzky voči prepojeným ÚJ	310 000	95,59	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Záväzky zo sociálneho fondu	14 301	4,41	16 695	100,00	14 329	100,00	1,17	0,86
Odočlenený daňový záväzok	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Dlhodobé rezervy	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Dlhodobé bankové úvery	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé záväzky	520 992	58,47	694 713	86,41	983 247	91,54	1,33	1,42
Záväzky z obch. styku	292 926	56,22	359 580	51,76	613 486	62,39	1,23	1,71
Záväzky z obch. styku voči prepojeným ÚJ	43 401	8,33	80 425	11,58	336 130	34,19	1,85	4,18
Ostatné záväzky z obch. styku	249 525	47,89	279 155	40,18	277 356	28,21	1,12	0,99
Záväzky voči zamestnancom	70 639	13,56	84 734	12,20	85 550	8,70	1,20	1,01
Záväzky zo sociálneho poistenia	44 262	8,50	55 897	8,05	61 421	6,25	1,26	1,10
Daňové záväzky a dotácie	109 706	21,06	193 605	27,87	221 562	22,53	1,76	1,14
Iné záväzky	369	0,07	897	0,13	1 228	0,12	2,43	1,37
Krátkodobé rezervy	44 942	5,04%	92 283	11,48	76 492	7,12	2,05	0,83
Zákonné rezervy	31 802	70,76	50 159	54,35	47 633	62,27	1,58	0,95
Ostatné rezervy	13 140	29,24	42 124	45,6%	28 859	37,73	3,21	0,69
Bežné bankové úvery	838	0,09	286	0,04	0	0,00	0,34	0,00
KF výpomoci	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Časové rozlíšenie	24 558	0,45	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Výdavky budúcich období krátkodobé	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Výnosy budúcich období krátkodobé	24 558	0,00	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Vlastné imanie spoločnosti sa medziročne v rokoch 2016-2017 skoro vôbec nezvýšilo a v rokoch 2015-2016 sa zvýšilo o 13 %. Základné imanie sa podieľa iba 0,24 % na vlastnom imaní. Je vytvorené materskou spoločnosťou z Fínska. Počas rokov sa výška základného imania nezmenila. Najväčší podiel na vlastnom imaní v roku 2017 tvorí výsledok hospodárenia z minulých rokov vo výške 90,84 %.

Spoločnosť za nami sledované obdobie dosahuje kladný výsledok hospodárenia. Podľa zákona musí z neho vytvárať zákonný rezervný fond. Na dobrovoľnosti môže vytvárať štatutárny fond, kapitálové fondy a ostatné fondy. So ziskom sú zdrojmi financovania, z ktorého sú fondy tvorené. Spoločnosť je podľa zákona povinná odvádzať do zákonného rezervného fondu časť zo zisku 10 % zo základného imania. Výška základného imania je 14 938 € čiže 10 % predstavuje výšku 1 494 €. Do ostatných fondov spoločnosť odviedla čiastku 20 159 € a do ostatných kapitálových fondov sumu 1 328 € zo zisku. Materská spoločnosť nezrealizovala dodatočné vklady za cieľom navýšenia základného imania a ich výška sa teda za posledné roky nemenila. Štatutárny orgán presunul v roku 2017 zvyšnú časť zisku 7 750 163 € na nerozdelený zisk minulých rokov.

V roku 2017 podnik zaznamenal neuhradenú stratu minulých rokov vo výške 2 122 437 €, s ktorou sa musí vysporiadať. Spoločnosť dosiahla v bežnom období zisk o 25 % nižší ako v minulom období a to vo výške 529 373 €. Stratu z minulých období by mohol podniku umorovať zo zisku.

Podnik vytvára krátkodobé rezervy, ktoré slúžia na nevyfakturované dodávky, audit a na mzdy za dovolenku aj vrátane sociálneho zabezpečenia. Ostatné rezervy spoločnosť tvorí na bonusy pre zákazníkov a zamestnancov.

Záväzky medziročne v rokoch 2015-2016 klesli o 10 % a v rokoch 2016-2017 zrástli o 34 %. Najväčší podiel majú na nich krátkodobé záväzky a to 91,54 %. Dlhodobé záväzky klesli medziročne v rokoch 2015-2016 približne o 95 % z dôvodu splatenia pôžičky od materskej spoločnosti z Fínska. Táto pôžička bola v roku 2015 vo výške 310 000 €. Bola splatná na základe finančnej likvidity spoločnosti. Súčasťou pôžičky nebolo žiadne zabezpečenie a bola úročená úrokom 1,75 % + EURIBOR (12m). Podstatné však bolo pre spoločnosť prioritne uhradiť záväzky ako sú mzdové náklady, daňové povinnosti, odvody a všetky dodávateľské záväzky.

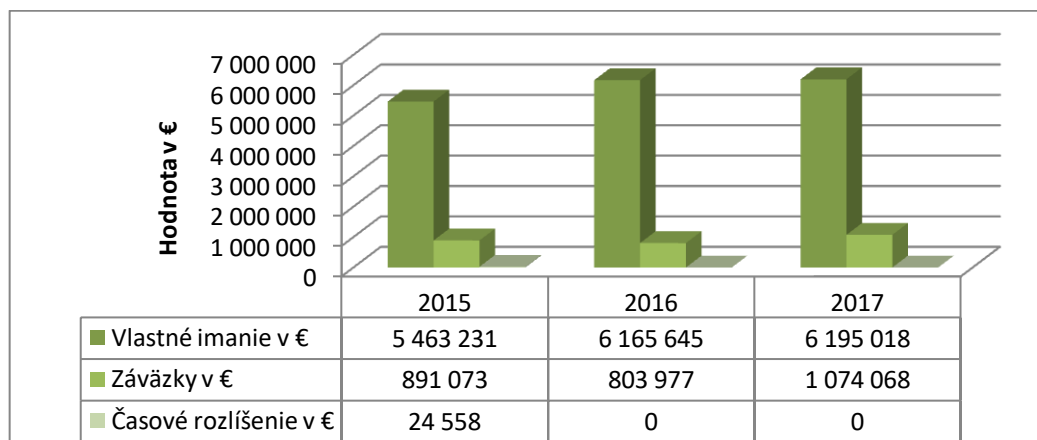
Záväzky z obchodného styku vznikajú pri bežnej prevádzke spoločnosti ako napr. lízing áut, nákup kancelárskych potrieb, nákup čistiacich a pracích prostriedkov, opravy práčok a šijacích mašín, nákup odevov a rohoží či nákup náhradných dielov na chod produkcie a pod. V rokoch 2016-2017 vzrástli medziročne o 42 %.

Závazky voči zamestnancom medziročne vzrástli nepatrne o 1 %. Podnik má pevne stanovený výplatný termín vždy desiaty deň nasledujúceho mesiaca. Závazky zo sociálneho fondu sa zvýšili o 10 %. Spoločnosti slúžia na rôzne firemné večierky, kultúrne podujatia alebo masáže pre svojich zamestnancov. Tiež slúžia na financovanie záväzkov voči sociálnej či zdravotnej poisťovni. Daňové záväzky a dotácie vzrástli o 14 %.

Bežné bankové úvery vo forme kontokorentného účtu sa znížili na nulovú hodnotu. Z uvedeného vyplýva, že spoločnosť je financovaná materskou spoločnosťou čo predstavuje výhodný zdroj, keďže bola táto pôžička splácaná na základe voľných peňažných prostriedkov. Materská spoločnosť financuje svoju dcérsku spoločnosť na Slovensku od jej vzniku čo sa týka kúpy pozemku, budovy, pracovných modulov, práčok, počítačov, šijacích strojov a pod. Materská spoločnosť vo Fínsku musí byť o všetkých väčších investičných krokoch pravidelne informovaná a následne po prehodnotení matkou schválená.

Nasledujúci graf zachytáva vývoj štruktúry a objemu položiek kapitálu za sledované obdobie.

Graf 9 Vývoj položiek kapitálu spoločnosti Lindström, s.r.o. v rokoch 2015-2017



(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Zlaté bilančné pravidlo

V rámci horizontálnej a vertikálnej analýzy je dôležitým krokom overenie zlatého bilančného pravidla a čistého pracovného kapitálu. Preto sme tabuľke č. 6 vypracovali finančnú súvahu spoločnosti Lindström, s.r.o.

Tabuľka č. 6 Finančná súvaha spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	INDEX 2015/2014	INDEX 2016/2015
Dlhodobý majetok	4 945 335	5 028 284	5 155 297	1,02	1,03
Dlhodobý nehmotný majetok	20 205	16 345	12 469	0,81	0,76
Dlhodobý hmotný majetok	4 881 976	4 984 505	5 102 428	1,02	1,02
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0,00	0,00
Dlhodobé pohľadávky	43 154	27 434	11 772	0,64	0,43
Časové rozlíšenie – dlhodobé	0	0	28 428	0,00	0,00
Krátkodobý majetok	1 433 527	1 941 338	2 113 989	1,35	1,09
Zásoby	24 954	24 846	16 398	1,00	0,66
Krátkodobé pohľadávky	1 153 544	1 279 083	1 704 583	1,11	1,33
Finančné účty	255 029	634 083	391 257	2,49	0,62
Časové rozlíšenie – krátkodobé	0	3 326	1 751	0,00	0,53
SPOLU MAJETOK	6 378 862	6 969 622	7 269 086	1,09	1,04
Trvalé zdroje (VI)	5 463 231	6 165 645	6 195 018	1,13	1,00
Základné imanie	14 938	14 938	14 938	1,00	1,00
Fondy	22 981	22 981	22 981	0,84	1,00
Výsledok hospodárenia po zdanení	846 464	703 092	529 373	0,83	0,75
Výsledok hospodárenia minulých rokov	4 578 848	5 424 634	5 627 726	1,18	1,04
Dlhodobé cudzie zdroje	324 301	16 695	14 329	0,05	0,86
Dlhodobé rezervy	0	0	0	0,00	0,00
Dlhodobé záväzky	324 301	16 695	14 329	0,05	0,86
Bankové úvery dlhodobé	0	0	0	0,00	0,00
Časové rozlíšenie – dlhodobé	0	0	0	0,00	0,00
Krátkodobé cudzie zdroje	591 330	787 282	1 059 739	1,33	1,35
Krátkodobé rezervy	44 942	92 283	76 492	2,05	0,83
Krátkodobé záväzky	520 992	694 713	983 247	1,33	1,42
Bankové úvery krátkodobé	838	286	0	0,34	0,00
Krátkodobé finančné výpomoci	0	0	0	0,00	0,00
Časové rozlíšenie – krátkodobé	24 558	0	0	0,00	0,00
SPOLU VI A ZÁVÄZKY	6 378 862	6 969 622	7 269 086	1,09	1,04

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Na základe finančnej súvahy spoločnosti Lindström, s.r.o. sme pristúpili k výpočtu čistého pracovného kapitálu a zlatého bilančného pravidla. Zlaté bilančné pravidlo nám hovorí, že je vhodné aby podnik kryl dlhodobý majetok dlhodobými zdrojmi.

Tabuľka č. 7 Zlaté bilančné pravidlo spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)
Dlhodobý majetok	4 945 335	5 028 284	5 155 297
Dlhodobé zdroje	5 787 532	6 182 340	6 209 347
Z toho:			
- trvalé zdroje (VI)	5 463 231	6 165 645	6 195 018
- dlhodobé cudzie zdroje	324 301	16 695	14 329
Rozdiel	-852 197	-1 154 056	-1 054 050
Komentár	Prekapitalizovaný	Prekapitalizovaný	Prekapitalizovaný

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Spoločnosť vlastní viac dlhodobých zdrojov ako dlhodobého majetku, preto hodnotíme podnik ako prekapitalizovaný. Ide o žiaduci stav pre podnik, pretože je predpokladom stability podniku. Vieme, že dlhodobé zdroje sú spravidla drahšie ako krátkodobé a používať ich vo väčšej miere na krátkodobé potreby je pre podnik nehospodárne.

Čistý pracovný kapitál tvorí rozdiel medzi krátkodobým majetkom a krátkodobými záväzkami spoločnosti. V tabuľke č. 8 sme rozdelili položky majetku a záväzkov na dlhodobé a krátkodobé.

Tabuľka č. 8 ČPK spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)
Krátkodobý majetok	1 433 527	1 941 338	2 113 989
Krátkodobé cudzie zdroje	591 330	787 282	1 059 739
Rozdiel	842 197	1 154 056	1 054 250
Komentár	kladný ČPK	kladný ČPK	kladný ČPK

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s. r.o.)

Výška **čistého pracovného kapitálu** je dôležitým činiteľom likvidity podniku. Čím je hodnota čistého pracovného kapitálu vyššia, tým by mala byť istejšia schopnosť spoločnosti splácať svoje finančné záväzky. Ukazovateľ ČPK vyjadrený v absolútnych hodnotách by mal dosahovať kladné hodnoty.

N základe zistených výsledkov podnik Lindström, s.r.o. dosahuje počas nami sledovaného obdobia kladný ČPK. To znamená, krátkodobý majetok prevyšuje krátkodobé zdroje. Z toho plynie, že v spoločnosti sú niektoré časti krátkodobého majetku kryté aj dlhodobými teda drahšími zdrojmi. Finančná situácia analyzovaného podniku je pozitívna.

Zámerom analýzy štruktúry výnosov a nákladov je analyzovanie, kde vznikajú výnosy a náklady v danom podniku. Pre spoločnosť je veľmi dôležité aby mala čo najvyšší podiel v hospodárskej činnosti. Z nasledujúcej tabuľky č. 9 vyplýva, že podnik skoro celý objem svojich výkonov sústreďuje na hospodársku činnosť. Pre spoločnosť je to pozitívne, pretože cieľom je tvoriť pridanú hodnotu vo svojej podnikateľskej činnosti.

Rastúce položky výnosov a nákladov sú dôsledkom rastúceho predaja poskytovaných služieb. Zvýšené výnosy rástli približne rovnako ako náklady.

V nasledujúcich dvoch tabuľkách prehľadne zobrazujeme usporiadanie výnosov a nákladov. Rozdiel medzi týmito dvoma položkami nám umožňuje zistiť výsledok hospodárenia v spoločnosti. Vo výkaze ziskov a strát rozoznávame hospodársku a finančnú činnosť. Zobrazujeme rozdelenie nákladov a výnosov spoločnosti Lindström, s. r. o. Pomocou indexov sledujeme rozdiely, ktoré nastali medzi obdobiami.

Tabuľka č. 9 Výnosy spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015		2016		2017		INDEX 2016/2015	INDEX 2017/2016
	(€)	(%)	(€)	(%)	(€)	(%)		
Tržby z predaja tovaru	9 811	0,15	8 236	0,12	35 024	0,46	0,84	4,25
Tržby z predaja služieb	6 312 027	98,11	6 848 010	98,05	7 508 262	97,57	1,08	1,10
Tržby z predaja DNM, DHM a materiálu	0	0,00	83	0,001	42	0,001	0,00	0,51
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	121 478	1,89	128 163	1,83	151 684	1,97	1,06	1,18
Výnosy z hospodárskej činnosti	6 433 316	100,00	6 984 492	100,00	7 695 012	99,96	1,09	1,10
Výnosové úroky	34	100,00	23	74,19	1 713	100,00	0,68	74,48
Kurzové zisky	0	0,00	8	25,81	0	0,00	0,00	0,00
Výnosy z finančnej činnosti	34	0,001	31	0	1 713	0,04	0,91	55,26
Výnosy z bežnej činnosti	6 433 350	100,00	6 984 523	100,00	7 696 725	100,00	1,09	1,10
Výnosy celkom	6 433 350	100,00	6 984 523	100,00	7 698 438	100,00	1,09	1,10

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Celkové výnosy medziročne vzrástli v rokoch 2015-2016 o 9 % a v rokoch 2016-2017 o 10 %. **Výnosy z hospodárskej činnosti** majú na celkových výnosoch podiel až 99,96 %. Najvýznamnejšie položky podniku v rámci výnosov z hospodárskej činnosti predstavujú **Tržby z predaja služieb**, ktoré predstavujú 97,57 % podiel na týchto výnosoch. Hlavná činnosť spoločnosti je poskytnutie služby prenájmu a servisovania rohoží a odevov, preto tento rast spoločnosť zaznamenáva práve v službách. Podnik prikladá vysokú dôležitosť k týmto tržbám, keďže sú výsledkom jeho podnikateľskej činnosti. Ak spočítame Tržby z predaja služieb a Tovarů dostaneme Tržby z realizácie.

Tržby z predaja tovaru sa medziročne v rokoch 2016-2017 zvýšili z 8 236 € na 35 024 €. Tento rast je spôsobený vyšším predajom rohoží a odevov. Spoločnosť sa začala v poslednom období zameriavať na dizajnové rohože, o ktoré je u zákazníkov vysoký záujem. Samozrejme dizajnová rohož má pomerne vyššiu cenu ako štandardná rohož.

Tržby z predaja dlhodobého hmotného či nehmotného majetku a materiálu sú nízke a dokonca v roku 2015 nulové, to znamená, že podnik v tomto roku nepredal žiadny materiál ani majetok. V roku 2016 predal iba drobný majetok, materiál vo výške 83 € a v roku 2017 v hodnote 42 €. Keďže v tomto prípade ide iba o doplnkovú činnosť, spoločnosť tu dosahuje zanedbateľné tržby.

Nárast sledujeme aj pri Ostatných výnosoch z hospodárskej činnosti v rokoch 2015-2016 o 6 % a v rokoch 2016-2017 o 18 %. Dôsledkom nárastu sú výnosy zo zmluvných a ostatných pokút, úroky z omeškania, penále a ostatné.

Výnosy z finančnej činnosti dosahujú zanedbateľný podiel na celkových výnosoch a to 0,04 %. Spoločnosť dosahuje nízke výnosy z finančnej činnosti, nakoľko sa jedná o príležitostné výnosy. Výnosové úroky poklesli v roku 2017 o 25,62 % v predchádzajúcom období o 32 %. Kurzové zisky dosahovali v roku 2016 8 € a v rokoch 2015, 2017 nulovú hodnotu, čo podnik považuje za zanedbateľnú sumu.

Tabuľka č. 10 Náklady spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015		2016		2017		INDEX 2016/2015	INDEX 2017/2016
	(€)	(%)	(€)	(%)	(€)	(%)		
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	3 066	0,06	3 126	0,05	25 689	0,37	1,02	8,22
Spotreba materiálu, energie a ostat. neskladovateľných dodávok	525 492	9,89	557 713	9,25	584 668	8,36	1,06	1,05
Služby	1 921 021	36,16	2 057 508	34,12	2 324 427	33,24	1,07	1,13
Osobné náklady	1 460 048	27,49	1 761 102	29,20	1 975 694	28,25	1,21	1,12
Mzdové náklady	1 061 065	72,67	1 282 444	72,82	1 420 273	71,89	0,72	1,11
Náklady na sociálne poistenie	350 460	24,00	430 245	24,43	507 866	25,71	1,23	1,18
Sociálne náklady	48 523	3,32	48 413	2,75	47 555	2,41	1,00	0,98
Dane a poplatky	24 416	0,46	23 706	0,39	27 451	0,39	0,97	1,16
Odpisy a opravné položky k DNM a DHM	1 322 138	24,89	1 598 193	26,50	1 972 846	28,14	1,21	1,23
Odpisy DNM a DHM	1 322 138	100,00	1 598 193	100,00	1 972 846	100,00	1,21	1,23
Opravné položky k pohľadávkam	51 180	0,96	28 008	0,46	49 365	0,71	0,55	1,76
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	4 521	0,09	1 703	0,03	32 332	0,46	0,38	18,99
Náklady na hospodársku činnosť	5 311 882	99,42	6 031 059	99,71	6 992 472	99,74	1,14	1,16
Nákladové úroky	15 598	50,61	1 816	10,37	0	0,00	0,12	0,00
Nákladové úroky pre prepojené ÚJ	15 594	99,97	1 749	94,75	0	0,00	0,11	0,00
Ostatné nákladové úroky	4	0,03	67	3,69	0	0,00	16,75	0,00
Kurzové straty	2	0,01	0	0,00	0	0,00	0,00	0,00
Ostatné náklady na finančnú činnosť	15 219	49,38	15 696	89,63	18 367	1,00	1,03	1,17
Náklady na finančnú činnosť	30 819	0,57	17 512	0,29	18 367	0,26	0,57	1,05
Náklady na bežnú činnosť	5 342 701	100,00	6 048 571	100,00	7 010 839	100,00	1,13	1,16
Náklady celkom	5 342 701	100,00	6 048 571	100,00	7 010 839	100,00	1,13	1,16

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Celkové náklady spoločnosti medziročne vzrástli o 13 % v rokoch 2015-2016 a v rokoch 2016-2017 o 16 %. Najvýznamnejšou položkou v nákladoch na hospodársku činnosť sú práve služby. Tie medziročne vzrástli v rokoch 2015-2016 o 7 % a v rokoch 2016-2017 o 13 %. Z týchto nákladov na služby ide časť aj na náklady na:

- overenie individuálnej účtovnej závierky,
- telefónne poplatky,
- doprava,
- nájomné,
- právne,
- ekonomické a iné poradenstvo,
- marketingové, manažérske poplatky, group poplatky
- opravy a údržba,

- cestovné,
- tlač odberateľských faktúr + upomienky – externe (zahrnuté poštovné)
- vyšívanie log na odevy,
- náklady na reprezentáciu.

Celkovo sa **náklady na hospodársku činnosť** zvýšili v roku 2016 o 14 % a v roku 2017 o 16 %. Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru sa zvýšili v roku 2016 o 2 %, v roku 2017 nastalo zvýšenie z 3 126 € na 25 689 €. Dôvodom je zvýšené obstarávanie dizajnových rohoží.

Spoločnosti v sledovanom období vzrástli Osobné náklady, v roku 2016 o 21 % a v roku 2017 o 12 %. Je to spôsobené tým, že podnik rozšíril svoje pôsobenie a prijal viac zamestnancov (obchodných zástupcov a vodičov).

Podnik v sledovanom období nakúpil nový majetok, čo spôsobilo, že nákladová položka Odpisy a opravné položky k dlhodobému nehmotnému majetku a dlhodobému hmotnému majetku sa zvýšila v roku 2016 o 21 % a v roku 2017 o 23 %.

Ostatné náklady na hospodársku činnosť poklesli v roku 2016 o 62 %. Naopak v roku 2017 vzrástli z 1 703 € na 32 332 €. Spoločnosť pravdepodobne zvýšila svoje náklady na uhrádzanie zmluvných a ostatných pokút, úrokov z omeškania a ostatné.

Náklady na finančnú činnosť medziročne poklesli v roku 2016 o 43 % a o rok neskôr naopak vzrástli o 5 %. Najvýznamnejšími položkami v rámci tejto skupiny nákladov sú Nákladové úroky a Ostatné náklady na finančnú činnosť. Pokles nákladových úrokov na nulu predstavuje pre podnik pozitívny vplyv, pretože podnik splatil úver, ktorý mu poskytla materská spoločnosť. Ostatné náklady na finančnú činnosť vzrástli v roku 2016 o 3 % a v roku 2017 o 17 %. Spoločnosť do nich účtuje náklady ako je napr. bankové poplatky či poistenie.

Celkovo podnik na základe uvedených údajov vykazuje v danom účtovnom období zisk, a to v celkovej sume 685 886 € pred zdanením (503 737 € po zdanení). Oproti predchádzajúcemu roku však celkový výsledok hospodárenia poklesol o 173 713 €, teda približne o 25 %. Daný pokles môže byť spôsobený rozšírením činnosti a prijatím nových zamestnancov, čo zvýšilo dané náklady.

Ukazovatele likvidity

- tento ukazovateľ hovorí o tom, či je podnik schopný hradiť svoje záväzky.

Tabuľka č. 11 Pohotovú likvidita spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)	Medziročná zmena 2016/2015	Medziročná zmena 2017/2016
Pohotovú likvidita	0,49	0,91	0,40	1,86	0,44
Bežná likvidita	2,70	2,75	2,13	1,02	0,77
Celková likvidita	2,75	2,80	2,15	1,02	0,77

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Likvidita prvého stupňa bola v roku 2015 vo výške 0,49, v roku 2016 bola 0,91 a v roku 2017 bola vo výške 0,40. V roku 2017 na 1 € krátkodobých záväzkov pripadá 0,40 € finančných prostriedkov. Odporúčaný interval, v ktorom by sa pohotovú likvidita mala nachádzať je 0,2 – 0,6. V spoločnosti Lindström, s.r.o. sa výška ukazovateľa L1 nenachádzala v roku 2016 v intervale odporúčaných a optimálnych hodnôt. Bola nad odporúčanými hodnotami. V roku 2015 a 2017 sa nachádza v danom intervale. Medziročne sa v rokoch 2015-2016 likvidita zvýšila o 86 %. V ďalšom období sa znížila o 56 %, pretože sa znížila hodnota finančných účtov o 38 %, zvýšili sa krátkodobé záväzky o 42 %, najmä krátkodobé záväzky z obchodného styku o 71 %. Krátkodobý finančný majetok podnik neevidoval žiadny.

Likvidita druhého stupňa má odporúčané hodnoty 1 – 1,5. Podnik nespĺňa odporúčané hodnoty, je vysoko nad ich hranicou vo všetkých troch rokoch. To znamená, že aktuálne peniaze na účtoch a peniaze, ktoré prídu od odberateľov, postačujú na uspokojenie finančných požiadaviek dodávateľov. V roku 2015 vykazoval hodnotu 2,70, v roku 2016 2,75 a v roku 2018 2,13. V roku 2017 na 1 € krátkodobých záväzkov pripadá 2,13 € finančných prostriedkov a krátkodobých pohľadávok. Bežná likvidita medziročne najprv vzrástla o 2 %. V ďalšom období medziročne klesla o 33 %, pretože finančné účty klesli o 38 %, ale narástli krátkodobé pohľadávky o 33 % aj krátkodobé záväzky o 42 %.

Odporúčaný interval pre likviditu tretieho stupňa, v ktorom by sa podnik mal nachádzať je v rozmedzí 2 – 2,5. Podnik sa nachádza v odporúčanom intervale celkovej likvidity iba v roku 2017. V roku 2015 bola na úrovni 2,75, v roku 2016 sa zvýšila o 2 % na 2,80 a v ďalšom roku sa znížila o 33 % na 2,15. V roku 2017 na 1 € krátkodobých záväzkov pripadá 2,15 € celého krátkodobého majetku.

Ukazovatele aktivity

- slúžia k zhodnoteniu, či spoločnosť efektívne nakladá so svojím majetkom.

Tabuľka č. 12 Ukazovatele aktivity spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015	2016	2017	Medziročná zmena 2016/2015	Medziročná zmena 2017/2016
DOZ (dni)	1,40	1,30	0,78	0,93	0,60
DIP z OS (dni)	66	66	64	1,00	0,97
DSZ z OS (dni)	17	19	29	1,12	1,53
Obrat NM (koef)	1,29	1,37	1,47	1,06	1,07

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Doba obratu zásob bola v roku 2015 1,40 dňa, v roku 2016 sa znížila o 7 % na 1,30 dňa. V ďalšom roku prišlo k zníženiu až o 40 % na 0,78 dňa, čo je pozitívny znak, pretože svoje zásoby dokáže premeniť na peniaze za menej ako 1 deň.

Doba inkasa pohľadávok bola v rokoch 2015-2016 rovnaká a to 66 dní. Podnik teda v rokoch 2015-2016 zinkasoval svoje pohľadávky od odberateľov za 66 dní. V roku 2017 nastal pozitívny pokles o 3 % na 64 dní.

Doba splácania záväzkov bola v roku 2015 17 dní a v roku 2016 19 dní. V roku 2017 nastal nárast o 53 % čiže na 29 dní, čo je zvýšenie až o 10 dní, čo považujeme za negatívnu zmenu.

Obrat neobežného majetku v roku 2015 vzrástol o 6 %. V ďalšom období o 7 %. Neobežný majetok sa v roku 2015 premenil na tržby 1,29 krát, v roku 2016 to bolo už 1,37 krát a v roku 2017 to bolo 1,47 krát. Je to pozitívna zmena, pretože podnik v roku 2017 využíval najefektívnejšie svoj majetok. Hlavným dôvodom tejto pozitívnej zmeny je nárast tržieb aj neobežného majetku.

Ukazovatele zadlženosti

- skúmajú, ako je podnik schopný splácať svoje záväzky a ako využíva cudzie zdroje k financovaniu.

Tabuľka č. 13 Ukazovatele zadlženosti spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	Medziročná zmena 2016/2015	Medziročná zmena 2016/2015
Celková zadlženosť (%)	13,97	11,54	14,78	0,83	1,28
Úverová zadlženosť A (%)	0,010	0,004	0,00	0,400	0,00
Tokové zadlženie (roky)	0,42	0,35	0,43	0,83	1,23

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Celková zadlženosť najprv medziročne klesla o 17 % a potom tiež v ďalšom období naopak vzrástla o 28 %, čo hodnotíme za negatívum. Celkovo zadlženosť podniku je všeobecne veľmi nízka, pretože hlavnou politikou podniku je samofinancovanie a nemať žiadne, najmä dlhodobé bankové úvery. Podnik je financovaný zo strany materskej spoločnosti, preto si nepožičiava od externých subjektov.

Spoločnosť vykazuje nízke hodnoty pri úverovej zadlženosti, keďže podnik nie je úverovaný.

Na základe ukazovateľa tokové zadlženie, môžeme tvrdiť, že podniku by trvalo v každom roku menej ako jeden rok, aby splatil svoje záväzky. Spoločnosť má väčšinu záväzkov krátkodobých a celkovo cudzie zdroje má v minimálnej výške.

Ukazovatele rentability

- poskytuje informácie o úspešnosti podnikateľskej činnosti.

Tabuľka č. 14 Rentabilita aktív spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	Medziročná zmena 2016/2015	Medziročná zmena 2017/2016
ROA	13,27	10,09	7,28	0,76	0,72
ROE	15,50	11,40	8,55	0,74	0,75
ROS	13,39	10,25	7,02	0,77	0,68

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Rentabilita aktív bola v roku 2015 13,27 %, v roku 2016 prišlo k zníženiu o 24 % na 10,09 %. V roku 2017 sa rentabilita opäť znížila o 28 % na 7,28 %, čo považujeme za negatívum. Je to z dôvodu zníženia čistého zisku. Rentabilita by sa mala naopak zvyšovať, pretože spoločnosti sa znížila výnosnosť aktív.

Rentabilita vlastného kapitálu najprv medziročne klesla o 26 % a v ďalšom období tiež klesla o 25 %, čo nie je pozitívne. Je to spôsobené poklesom čistého zisku.

Rentabilita tržieb medziročne klesla najprv medziročne klesla o 23 %, a v ďalšom období bol pokles až o 32 %, čo je negatívne. Dôvodom je klesajúci zisk.

Finančná analýza “ex ante”

Finančná analýza “ex ante” na základe súčasného finančného hodnotenia podniku prognózuje pravdepodobný finančný vývoj spoločnosti. Hlavným cieľom tejto analýzy je včasne upozorniť vedenie spoločnosti na možné riziko neúspechu, ktoré by mohlo spôsobiť fatálne následky. V tejto časti diplomovej práce venujeme pozornosť metódam analýzy ako je Rýchly test, Altmanovo Z-score a Index bonity. Na základe nich dokážeme determinovať vývoj finančnej situácie v spoločnosti Lindström, s.r.o.

Rýchly test

Rýchly test patrí k najpoužívanejším scoringovým bonitným modelom. Poznáme ho aj pod označením Kraličkov rýchly test podľa Petra Kralička. Rýchly test je vhodný vďaka svojej rýchlosti a jednoduchosti získania informácií o spoločnosti a jeho prognózy do budúcnosti. Táto metóda využíva štyri finančné ukazovatele a na hodnotenie slúži jednoduchá bodová stupnica. Platí, že čím menej spoločnosť bodov získa, tým finančná budúcnosť spoločnosti je istejšia. Interval sa pohybuje v hraniciach od minimálne 4 bodov po maximálne 20 bodov. Prvé dva ukazovatele hodnotia finančnú stabilitu spoločnosti a ďalšie dva hodnotia výnosnosť.

V tabuľke č. 15 uvádzame kvantifikované výsledky analyzovaného podniku.

Tabuľka č. 15 Rýchly test spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015	BOD	2016	BOD	2017	BOD
Podiel vlastného kapitálu	85,64 %	1	88,46 %	1	85,22 %	1
Doba splácania dlhu v rokoch	0,29	1	0,07	1	0,27	1
Podiel CF na výkonoch	34,30 %	1	33,56 %	1	33,17 %	1
Rentabilita celkového kapitálu	13,5 %	2	10,11 %	3	7,28 %	4
SPOLU	5		6		7	

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Podľa nasledujúcej tabuľky č. 16 sme priradili jednotlivé bodové ohodnotenie k vypočítaným ukazovateľom rýchleho testu spoločnosti Lindström, s.r.o.

Tabuľka č. 16 Hodnotiaca stupnica rýchleho testu

Ukazovateľ	Stupnica hodnotenia				
	veľmi dobrý	Dobrý	stredný	zlý	ohrozený insolventnosťou
	(1 bod)	(2 body)	(3 body)	(4 body)	(5 bodov)
Podiel vlastného kapitálu	> 30 %	> 20 %	> 10 %	< 10 %	Záporná
Doba splácania dlhu	< 3 r	< 5 r	< 12 r	> 12 r	> 30 r (resp. záporná)
Podiel CF na výkonoch	> 10 %	> 8 %	> 5 %	< 5 %	Záporná
Rentabilita celkového kapitálu	> 15 %	> 12 %	> 8 %	< 8 %	Záporná

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa TÓTHOVÁ, Alena – NAGY, Ladislav – ŠKRINIAR, Pavel. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Sprint 2 s.r.o., 2012. s. 165. ISBN 978-80-89710-01-0.)

V roku 2015 je hodnota podniku podľa rýchleho testu 5 bodov, v roku 2016 je 6 bodov a v roku 2017 je 7 bodov. Spoločnosť dosahuje v sledovaných rokoch veľmi dobré hodnotenie pri všetkých ukazovateľov okrem rentability celkového kapitálu. Celkovo hodnotíme prognózovanú finančnú situáciu za pozitívnu.

Altmanovo Z-score

Altmanovo Z–score patrí medzi najpoužívanejšiu a najznámejšiu viacrozmernú diskriminačnú analýzu. Tento model bol spočiatku zameraný na analýzu 22 pomerových ukazovateľov, ktorých hodnoty boli sledované v 66 spoločnostiach v zložení na 33 prosperujúcich a 33 neprosperujúcich.

Altmanov model je bankrotný model, ktorý je založený na piatich pomerových ukazovateľoch:

- x_1 = čistý pracovný kapitál / celkový kapitál
- x_2 = nerozdelený zisk / celkový kapitál
- x_3 = zisk pred zdanením + nákladové úroky / celkový kapitál
- x_4 = vlastný kapitál / cudzí kapitál
- x_5 = tržby / celkový kapitál

Altmanov model:

$$Z = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,420x_4 + 0,998x_5$$

Hranice pre hodnotenie podniku sú stanovené ako:

- ak $Z > 2,9$ podnik je finančne silný,
- ak $1,2 < Z < 2,9$ šedá zóna,
- ak $Z < 1,2$ podniku hrozí bankrot.⁴⁸

V tabuľke č. 17 je vyčíslené Z-skóre pre spoločnosť Lindström, s.r.o.

Tabuľka č. 17 Altmanovo Z-score spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015	2016	2017
x1	0,14	0,17	0,15
Váha	0,10	0,12	0,11
x2	1,05	1,08	1,07
Váha	0,89	0,91	0,91
x3	0,17	0,14	0,09
Váha	0,53	0,43	0,28
x4	6,13	7,66	5,75
Váha	2,57	3,22	2,42
x5	0,99	0,98	1,03
Váha	0,99	1,15	1,03
Altmanovo Z-score	5,08	5,83	4,75
Komentár	Finančne silný	Finančne silný	Finančne silný

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Na základe výpočtov a porovnaní s hranicami hodnotíme spoločnosť Lindström, s.r.o. v rokoch 2015 až 2017 za finančne silnú. Výsledok, ktorý nám vyšiel podľa Altmanovho modelu preto považujeme za priaznivý.

⁴⁸TÓTHOVÁ, Alena. – NAGY, Ladislav – ŠKRINIAR, Pavel. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Sprint 2 s.r.o., 2012. s. 171. ISBN 978-80-89710-01-0.

Index bonity

Index bonity je šesťrozmerná diskriminačná funkcia, ktorá je využívaná k predikcii vývoja spoločnosti. Informuje nás o prognózovanom výhľade analyzovaného podniku na základe 6 ukazovateľov:

- x_1 = cash flow / cudzie zdroje,
- x_2 = celkový kapitál / cudzie zdroje,
- x_3 = zisk pred zdanením / celkový kapitál,
- x_4 = zisk pred zdanením / celkové výkony,
- x_5 = zásoby / majetok celkom,
- x_6 = celkové výkony / celkový kapitál.

Index bonity vypočítame z nasledujúceho tvaru:

$$B = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6^{49}$$

Vypočítané ukazovatele indexu bonity hodnotíme podľa znázornenej stupnice:

extrémne zlá	veľmi zlá	zlá	určité problémy	dobrá	veľmi dobrá	extrémne dobrá
-3	-2	-1	0	1	2	3

Finančné výhľady spoločnosti sú tým istejšie, čím je index bonity väčší. Prehľad výsledkov spoločnosti Lindström, s.r.o. uvádzame v tabuľke č. 18.

⁴⁹TÓTHOVÁ, Alena – NAGY, Ladislav – ŠKRINIAR, Pavel. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Sprint 2 s.r.o., 2012. s. 167-168. ISBN 978-80-89710-01-0.

Tabuľka č 18 Index bonity spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2015	2016	2017
x1	2,43	2,86	2,33
Váha	3,65	4,29	3,50
x2	7,16	8,67	6,77
Váha	0,57	0,69	0,54
x3	0,17	0,13	0,09
Váha	1,70	1,30	0,90
x4	0,17	0,14	0,09
Váha	0,85	0,70	0,45
x5	0,00	0,00	0,00
Váha	0,00	0,00	0,00
x6	0,99	0,98	1,04
Váha	0,09	0,09	0,10
SPOLU	6,86	7,07	5,49
Komentár	Extrémne dobrá	Extrémne dobrá	Extrémne dobrá

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Spoločnosť Lindström, s.r.o. dosahuje v rokoch 2015-2017 extrémne dobré finančné výsledky. Na základe vypočítaných výsledkov predpokladáme pozitívny trend vývoja.

SWOT analýza

SWOT analýzu využívame k určeniu strategickej situácie spoločnosti. Skladá sa z vnútornej a vonkajšej analýzy.

Vnútoraná analýza skúma silné a slabé stránky spoločnosti.

Silné stránky spoločnosti:

- dobré meno u zákazníka,
- kvalita poskytovaných služieb,
- najväčší podiel na trhu v rámci konkurencie,
- pomer kvality a ceny,
- zákazníkovi sa vždy snaží spoločnosť vyhovieť,
- dobre fungujúci zákaznícky servis,
- služba prebieha v tichosti aby zákazníka nevyrušovala,
- motivácia zamestnancov k lepším výkonom,
- neustále zvyšujúci sa počet obchodných zástupcov,
- vysoká miera starostlivosti o zákazníka,

- vysoké dosahovanie zisku,
- žiadna zadlženosť.

Tabuľka č. 19 Vnútna analýza spoločnosti – silné stránky spoločnosti Lindström, s.r.o.

Silné stránky podniku	Váha (0,1-0,9)	Body (1-10)	Spolu
Dobré meno u zákazníka	0,7	6	4,2
Kvalita poskytovaných služieb	0,7	6	4,2
Najväčší podiel na trhu v rámci konkurencie	0,6	5	3,0
Pomer kvality a ceny	0,4	3	1,2
Zákazníkovi sa vždy snaží spoločnosť vyhovieť	0,6	4	2,4
Dobre fungujúci zákaznícky servis	0,5	7	3,5
Služba prebieha v tichosti aby zákazníka nevyrušovala	0,6	6	3,6
Motivácia zamestnancov k lepším výkonom,	0,8	5	4,0
Neustále zvyšujúci sa počet obchodných zástupcov	0,6	7	4,2
Vysoká miera starostlivosti o zákazníka	0,5	4	2,0
Vysoké dosahovanie zisku	0,7	6	4,2
Žiadna zadlženosť	0,8	6	4,8
Priemerná hodnota			3,4

(Zdroj: vlastné spracovanie)

Slabé stránky spoločnosti:

- veľké množstvo ľudí v procese poskytnutia služby zákazníkovi, tým je väčšia chybovosť,
- krátky zaučací proces, málo školení a nekvalifikovaní zamestnanci,
- nízka úroveň marketingu,
- jedna pobočka na Slovensku pri veľkom množstve zákazníkov,
- dlhá čakacia doba u dodávateľov,
- nízka inovatívnosť, modernizácia, zastarané postupy a zariadenia,
- narastajúci počet zákazníkov pri nezmenenom stave zamestnancov,
- vysoký tlak a stres kladený na zamestnancov spôsobujúci nervozitu či napätie v kolektíve.

Tabuľka č. 20 Vnútoraná analýza spoločnosti – slabé stránky spoločnosti Lindström, s.r.o.

Slabé stránky podniku	Váha (0,1-0,9)	Body (1-10)	Spolu
Narastajúca chybovosť	0,6	6	3,6
Nekvalifikovaní zamestnanci	0,8	7	5,6
Nízka úroveň marketingu	0,4	5	2,0
Jedna pobočka na Slovensku	0,7	4	2,8
Dlhá čakacia doba u dodávateľov	0,6	6	3,6
Nízka inovatívnosť a modernizácia	0,5	5	2,5
Narastajúci počet zákazníkov pri nezmenenom stave zamestnancov	0,6	7	4,2
Vysoký tlak a stres kladený na zamestnancov	0,8	6	4,5
Priemerná hodnota			3,6

(Zdroj: vlastné spracovanie)

Vonkajšia analýza identifikuje hrozby a príležitosti spoločnosti.

Hrozby spoločnosti:

- rozmáhajúca sa konkurencia,
- neschopnosť vždy vyhovieť zákazníkovi a jeho potrebám,
- nespokojný zákazník,
- poveternostné podmienky, ktoré spôsobujú šoférom pri rozvozoch problémy a nehody,
- obchodný zástupca podá potenciálnemu zákazníkovi mylné informácie o službe v jeho prospech (aby podpísal zmluvu), čím poškodzuje meno firmy,
- predávanie rohoží na čierno zamestnancami firmy, za účelom obohatenia na úkor firmy,
- zvyšujúce nároky u zákazníkov.

Tabuľka č. 21 Vonkajšia analýza spoločnosti – hrozby spoločnosti Lindström, s.r.o.

Hrozby	Váha (0,1-0,9)	Body (1-10)	Spolu
Rozmáhajúca sa konkurencia	0,7	5	3,5
Neschopnosť vždy vyhovieť zákazníkovi	0,6	8	4,8
Nespokojný zákazník	0,5	9	4,5
Poveternostné podmienky	0,7	7	4,9
Obchodný zástupca podá mylné informácie potenciálnemu zákazníkovi	0,4	6	1,2
Zvyšujúce nároky u zákazníkov	0,8	5	4,0
Priemerná hodnota			3,8

(Zdroj: vlastné spracovanie)

Príležitosti spoločnosti:

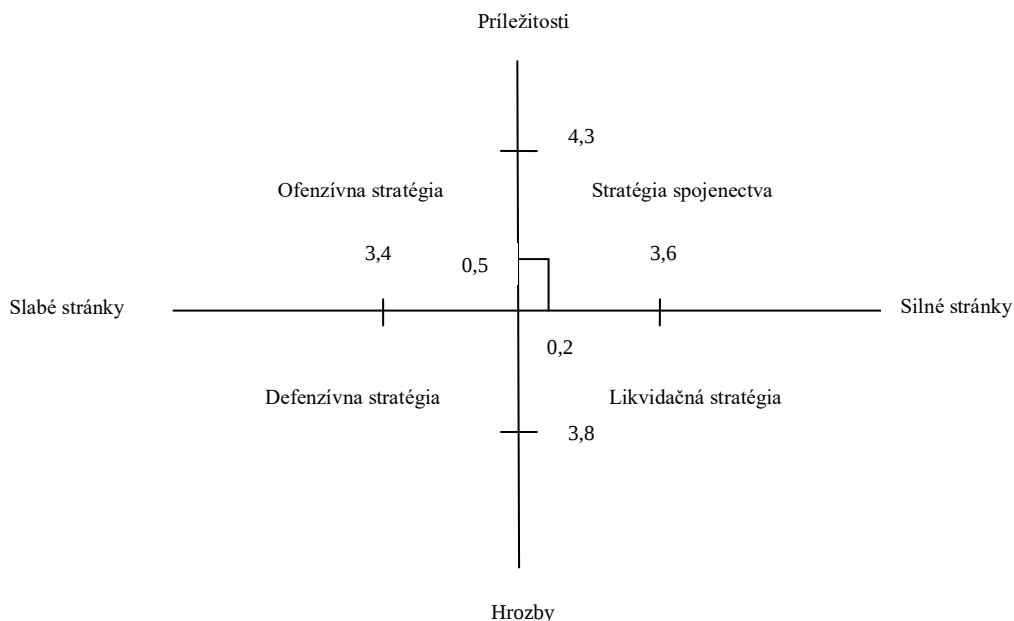
- pokles intenzity súperenia medzi konkurentmi,
- vznik nových skupín spotrebiteľov, čím sa môžu obchodní zástupcovia zamerať na nové skupiny zákazníkov,
- zníženie prekážok pri vstupe do nového odvetvia, ak by firma chcela rozšíriť svoju pôsobnosť na trhu poskytovaním ďalšej služby,
- zlepšenie a rozšírenie výrobného programu pre lepšie uspokojenie zákazníka a rozšírenie ponuky služieb,
- spojenie sa s porovnateľnou prosperujúcou firmou, čím môže firma získať lepšie výsledky,
- otvorenie ďalších pobočiek na Slovensku,
- modernizáciou a poskytovaním služby efektívnejšie prostredníctvom modernejšieho zariadenia, čím bude zabezpečená menšia chybovosť a efektívnejšie poskytnutá služba zákazníkovi.

Tabuľka č. 22 Vonkajšia analýza spoločnosti – príležitosti spoločnosti Lindström, s.r.o.

Príležitosti	Váha (0,1-0,9)	Body (1-10)	Spolu
Pokles intenzity súperenia medzi konkurentmi	0,7	5	3,5
Vznik nových skupín spotrebiteľov	0,6	7	4,2
Zníženie prekážok pri vstupe do nového odvetvia	0,8	8	6,4
Zlepšenie a rozšírenie výrobného programu	0,4	5	2,0
Spojenie sa s porovnateľnou prosperujúcou firmou	0,8	8	6,4
Otvorenie ďalších pobočiek na Slovensku	0,7	6	4,2
Modernizácia	0,5	7	3,5
Priemerná hodnota			4,3

(Zdroj: vlastné spracovanie)

Graf č. 10 SWOT analýza Lindström, s.r.o.



(Zdroj: vlastné spracovanie)

Výsledkom analýzy SWOT je stratégia spojenectva. Dôvodom sú prevládajúce slabé stránky nad silnými, ale spoločnosť sa nachádza v atraktívnom prostredí. Aby spoločnosť bola schopná využiť otvárajúce sa príležitosti, na ktoré nemá v súčasnosti dostatok vnútorných schopností, musí posilňovať svoju pozíciu na trhu a odstrániť nedostatky. Vhodná je stratégia spojenectva, ktorá umožní zväčšiť vnútornú silu a podieľať sa na príležitostiach so spoľahlivým spojencom.

4.1.5 Finančný plán podniku

Pre stanovenie všeobecnej hodnoty spoločnosti Lindström, s.r.o. výnosovou metódou je nutnosťou vypracovanie finančného plánu. Na základe neho si vypočítame odčerpateľné zdroje spoločnosti slúžiace k stanoveniu hodnoty podniku.

Dlhodobý finančný plán sme zostavili na nasledujúcich 5 rokov 2018 – 2022. Pri jeho zostavení sme vychádzali z vopred určených cieľov, zároveň aj z predpokladu vývoja situácie na danom trhu.

Finančný plán spoločnosti Lindström, s.r.o. obsahuje plán zisku a plánovanú finančnú bilanciu, ktoré sú východiskom pre stanovenie hodnoty spoločnosti.

Vzhľadom na skutočnosť, že finančný plán je zostavovaný na obdobie niekoľkých rokov dopredu, nie je možné presne predvídať vývoj daných položiek. V budúcnosti môžu nastať rôzne neočakávané situácie, ktoré môžu nami vyčíslené výsledky zmeniť.

Formulácia cieľov pre finančný plán spoločnosti Lindström, s.r.o.:

- V roku 2018 spoločnosť plánuje kúpiť profesionálnu práčku **Miele PW 6241 EL** v hodnote 24 580 Eur,
- modernizácia zariadenia formou nových počítačov, spoločnosť plánuje v roku 2019 investíciu v hodnote 10 000 Eur,
- každoročne zvyšovať tržby z predaja služieb minimálne o 8 %;
- znížiť stav zásob (odevy a rohože v skladoch) aspoň o 10 %;
- každoročne zvyšovať úroveň čistého zisku o 25 %;
- najbližších 5 rokoch nepríde k zadlžovaniu podniku prostredníctvom úverov alebo finančných výpomocí,
- zvyšovať kvalifikačnú úroveň obchodných zástupcov a pracovníkov na zákazníckom servise, ktorý ponúkajú produkty zákazníkom a starajú sa o ich potreby s čím budú rásť ostatné náklady spoločnosti,
- poskytovanie kvalitnejších služieb zákazníkom,
- zvýšenie počtu zamestnancov na zákazníckom servise aj v produkcii, kvôli rastúcemu počtu zákazníkov a tým aj spojený rast osobných nákladov,
- zlepšenie marketingu spoločnosti.

Plán zisku

Na základe stanovených cieľov, zisteného súčasného finančného zdravia podniku a s prihliadnutím na dosiahnuté výsledky za predchádzajúce roky sme zostavili plán zisku na roky 2018 – 2022. Keďže si firma vo finančnom pláne určila okrem iného aj zvýšenie počtu zamestnancov, pre sledované obdobie to znamená nárast osobných nákladov.

Vzhľadom na nové investície, ktoré spoločnosti budú prinášať dodatočné ekonomické efekty, predpokladáme s tempom rastu tržieb za služby ročne 8 %. S rastom objemu produkcie, resp. s rastom objemu ponúkaných služieb narastajú aj náklady na služby, pričom ale nepredpokladáme progresívnejší rast nákladov oproti tržbám.

S lepším marketingom, či školeniami pre zamestnancov súvisí rast ostatných nákladov na hospodársku činnosť. Ostatné náklady na hospodársku činnosť majú nepatrný podiel na tržbách z realizácie.

Každoročne plánujeme nárast čistého zisku o 25 %, čiže predpokladáme každý rok kladný výsledok hospodárenia, čím salepší rentabilita podniku. Pri stanovení čistého zisku, teda zisku po zdanení, počítame so sadzbou dane z príjmu na úrovni 21 %.

Tabuľka č. 23 Plán zisku spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položky plánu zisku	2018 (€)	2019 (€)	2020 (€)	2021 (€)	2022 (€)
Tržby z predaja tovaru	36 555	37 477	38 666	39 411	40 111
Náklady na obstaranie predaného tovaru	26 489	27 847	28 123	29 766	30 258
Obchodná marža	10 066	9 630	10 543	9 645	9 853
Výroba	8 158 254	8 851 705	9 621 804	10 487 766	11 326 787
Výrobná spotreba	2 950 285	3 127 302	3 314 940	3 513 836	3 655 111
Pridaná hodnota	5 218 035	5 734 033	6 317 407	6 983 575	7 681 529
Plán rastu PH (koef.)	1,1322	1,0988	1,1017	1,1054	1,0999
Osobné náklady	2 227 794	2 339 183	2 456 143	2 578 950	2 684 123
Odpisy DHM	2 120 455	2 230 666	2 350 147	2 488 600	2 547 111
Dane a poplatky	28 466	29 477	30 150	31 478	32 589
Opravné položky k pohľadávkam	50 110	51 300	52 478	53 699	54 666
Tržby z predaja DNM a DHM	45	48	50	54	58
Ostatné výnosy z HČ	152 333	153 899	155 974	157 555	158 632
Ostatné náklady z HČ	34 355	35 744	36 148	37 899	38 744
VH z HČ (Prevádzkový zisk)	909 233	1 201 610	1 548 095	1 950 558	2 582 986
Finančné výnosy	1 805	1 944	2 088	2 198	2 269
Finančné náklady	19 002	20 125	21 866	22 944	23 864
VH z FČ	-17 197	-18 181	-19 778	-20 746	-21 595
VH pred zdanením (HZ)	892 036	1 183 429	1 528 317	1 929 812	2 561 391
Daň z príjmov	187 328	248 520	320 947	405 261	537 892
VH po zdanení (ČZ)	704 708	934 909	1 207 370	1 521 551	2 023 499

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

V tabuľke č. 23 môžeme vidieť, že plánovaná pridaná hodnota sa bude vyvíjať priaznivo, pretože zaznamenáva stúpajúce tempo rastu v plánovaných rokoch a tak isto môžeme konštatovať, že nová investícia prinesie pozitívny ekonomický efekt, keďže plánovaný výsledok hospodárenia bude v každom roku rásť.

Plánovaná finančná bilancia

Plán finančnej bilancie na roky 2018-2022 sme zostavili v tabuľke č. 24 na základe stanovených cieľov, analyzovaním doterajších výsledkov spoločnosti Lindström, s.r.o. a nami predpokladaného vývoja.

Keďže dlhodobý finančný majetok spoločnosť neevidovala ani za predchádzajúce roky tak sme predikovali jeho nulovú hodnotu aj do budúcnosti. Spoločnosť plánuje

modernizovanie zariadenia, preto predpokladáme s rastom dlhodobého hmotného majetku, čo je spojené aj s efektívnejším poskytovaním služieb pre zákazníka.

Pri krátkodobom majetku zaznamenávame tiež rast. Je to spôsobené najmä rastúcimi krátkodobými pohľadávkami, ktoré sme predikovali na základe predchádzajúceho vývoja. Pri zásobách naopak predpokladáme pokles aspoň o 10 % na základe stanoveného cieľa.

Základné imanie a fondy zostanú do budúca nezmenené. VH po zdanení bude každým rokom rásť na základe priaznivých vyhliadok spoločnosti a je tiež jedným zo stanovených cieľov.

Podnik nie je v súčasnosti financovaný úvermi a na základe stanoveného cieľa ani neplánujeme žiadny finančný dlh do budúca. Keďže spoločnosť v minulosti nemala podľa účtovných závierok za roky 2015-2017 dlhodobé rezervy, tak s ich tvorbou nepočítame ani do budúca.

Keď zhodnotíme plán zisku a plánovanú finančnú bilanciu, zistíme, že sme stanovené ciele splnili.

Tabulka č. 24 Plánovaná finančná bilancia spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2018 (€)	2019 (€)	2020 (€)	2021 (€)	2022 (€)
Dlhodobý majetok	5 418 900	5 769 685	6 018 326	6 068 112	6 156 264
Dlhodobý nehmotný majetok	14 256	17 828	19 137	22 480	27 950
Dlhodobý hmotný majetok	5 364 891	5 712 283	5 959 179	6 005 908	6 088 445
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	0
Dlhodobé pohľadávky	10 283	9 554	8 999	7 599	6 847
Časové rozlíšenie – dlhodobé	29 470	30 020	31 011	32 125	33 022
Krátkodobý majetok	2 199 375	2 252 486	2 243 238	2 328 544	2 440 986
Zásoby	13 377	11 909	10 222	9 056	8 020
Krátkodobé pohľadávky	1 838 709	1 943 484	2 001 793	2 120 888	2 247 090
Finančné účty	345 639	295 552	229 803	197 399	184 699
Časové rozlíšenie – krátkodobé	1 650	1 541	1420	1 201	1 177
Spolu majetok	7 618 275	8 022 171	8 261 564	8 396 656	8 597 250
Trvalé zdroje (VI)	6 478 510	6 779 278	6 863 861	6 984 920	7 101 374
Základné imanie	14 938	14 938	14 938	14 938	14 938
Fondy	22 981	22 981	22 981	22 981	22 981
VH po zdanení	704 708	934 909	1 207 370	1 521 551	2 023 499
VH minulých rokov	5 735 883	5 806 450	5 618 572	5 425 450	5 039 956
Dlhodobé cudzie zdroje	12 978	12 329	11 713	11 127	10 744
Dlhodobé rezervy	0	0	0	0	0
Dlhodobé záväzky	12 978	12 329	11 713	11 127	10 744
Dlhodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
Časové rozlíšenie – dlhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé cudzie zdroje	1 126 787	1 215 626	1 385 990	1 400 609	1 485 132
Krátkodobé rezervy	92 101	92 923	94 781	95 834	96 477
Krátkodobé záväzky	1 034 646	1 122 703	1 291 109	1 304 775	1 388 655
Krátkodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
Krátkodobé finančné výpomoci	0	0	0	0	0
Časové rozlíšenie – krátkodobé	0	0	0	0	0
Spolu kapitál	7 618 275	8 022 171	8 261 564	8 396 656	8 597 250

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

4.2 Výnosové metódy stanovenia všeobecnej hodnoty spoločnosti Lindström, s.r.o.

4.2.1 Určenie miery kapitalizácie

Miera kapitalizácie je dôležitým prvkom pri stanovení hodnoty spoločnosti. V tejto podkapitole sa zameriame na zistenie miery kapitalizácie prostredníctvom priemerných nákladov na kapitál. V prvom rade si musíme vyčíslit náklady vlastného a cudzieho úročeného kapitálu.

Určenie nákladov vlastného kapitálu (NVK)

K vyčísleniu nákladov vlastného kapitálu použijeme vzorec CAPM, ktorého tvar je:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Pri výpočte koeficientu β postupujeme na základe dvoch krokov:

1. V prvom kroku si vyčíslime nezadlženú betu, pričom berieme na vedomie zloženie vlastného a cudzieho kapitálu z minulého roka.

$$\beta_N = \frac{\beta_S}{\left\{1 + (1 - d) * \frac{CK_0}{VK_0}\right\}}$$

Sektorový koeficient Beta s vplyvom na kapitálovú štruktúru sme stanovili k 5. 1. 2018 na úroveň 1,17 %.⁵⁰

Ďalej si stanovíme vlastný a cudzí kapitál za minulý rok 2016 do tabuľky č. 25.

⁵⁰ DAMODARAN. [online]. *Betas by Sector (US)*. [cit. 2018-03-20]. Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.

Tabuľka č. 25 Pomocná tabuľka pre výpočet nákladov vlastného a cudzieho kapitálu spoločnosti Lindström, s.r.o. za rok 2016

Názov položky	Obdobie 0 – rok 2016 (€)
Vlastný kapitál	6 165 645
Cudzí kapitál	803 977

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Následne doplníme zistené údaje do vzorca a vyčíslíme nezadlženú betu.

$$\beta_N = \frac{1,17}{\left\{1 + (1 - 0,21) * \frac{803\,977}{6\,165\,645}\right\}}$$

$$\beta_N = 1,06$$

2. V druhom kroku zistíme zadlženú betu prepočtom aktuálnej kapitálovej štruktúry. Pri výpočte uvažujeme o platnej sadzbe dani z príjmov, ktorá je pre tento rok 21 %.⁵¹

$$\beta_Z = \beta_N * \left\{1 + (1 - d) * \frac{CK_1}{VK_1}\right\}$$

Opäť si stanovíme výšku vlastného a cudzieho kapitálu za rok 2017 v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č. 26 Pomocná tabuľka pre výpočet nákladov vlastného a cudzieho kapitálu spoločnosti Lindström, s.r.o. za rok 2017

Názov položky	Obdobie 1 – rok 2017 (€)
Vlastný kapitál	6 195 018
Cudzí kapitál	1 074 068

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Doplníme zistené údaje do vzorca a zistíme hodnotu zadlženej bety.

$$\beta_Z = 1,06 * \left\{1 + (1 - 0,21) * \frac{1\,074\,068}{6\,195\,018}\right\}$$

⁵¹ FINANČNÁ SPRÁVA. *Právnické osoby*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://www.financnasprava.sk/sk/podnikatelia/dane/dan-z-prijmov/pravnicke-osoby>.

$$\beta_z = 1,21$$

Musíme si ešte zistiť hodnotu referenčnej úrokovej sadzby a prémie za trhové riziko, ktoré potrebujeme k výpočtu vlastných nákladov kapitálu.

Bezriziková úroková sadzba k 17. 10. 2017 sa odvíja od priemernej výnosnosti štátnych dlhopisov. Referenčná úroková sadzba (r_f) je stanovená na úrovni 2,000 %, čo predstavuje priemerný ročný výnos dvadsaťročných štátnych dlhopisov SR.⁵²

Prémia za trhové riziko ($r_m - r_f$) je pre Slovenskú republiku k januáru 2018 stanovená vo výške 6,06 %.⁵³

Následné všetky zistené údaje doplníme do vzorca CAMP:

$$r_e = 0,02000 + 1,21 * 0,0606$$

$$r_e = 0,0933 * 100 = 9,33 \%$$

Náklady vlastného kapitálu, ktoré sme kvantifikovali prostredníctvom modelu CAMP, sú vo výške 9,33 %.

Rentabilitu vlastného kapitálu sme za rok 2017 vypočítali na úrovni 8,55 %. Pre porovnanie môžeme túto hodnotu chápať aj ako náklady vlastného kapitálu. Uvažovať však budeme s nákladmi vlastného kapitálu vypočítanými metódou CAPM vo výške 9,33 %.

Určenie nákladov cudzieho kapitálu (NCK)

Keďže spoločnosť nedisponovala v roku 2017 žiadnym cudzím úročeným kapitálom a ani nákladovými úrokmi, budeme brať do úvahy náklady vlastného kapitálu na

⁵² ARDAL. [online]. *Portfólio štátnych dlhopisov*. [cit. 2018-03-20]. Dostupné na: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTO TAL.html.

⁵³ DAMODARAN. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. [online]. [cit. 2018-03-20]. Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.

úrovni priemerných nákladov na kapitál. Náklady cudzieho kapitálu sme určili na nulovú hodnotu.

Určenie priemerných nákladov na kapitál

Jeden z rozhodujúcich faktorov, ktorý má vplyv na výslednú všeobecnú hodnotu spoločnosti sú priemerné náklady na kapitál. Používajú sa na odúčročenie budúcich odčerpateľných zdrojov. Podľa platnej legislatívy pre Slovenskú republiku, v súčasnej dobe je najpoužívanjšou metódou WACC. Ide o metódu priemerných nákladov na jednotlivé zložky kapitálu.

Keďže spoločnosť nemá žiadne úročené cudzie zdroje, tak budeme o nákladoch na vlastný kapitál uvažovať ako o priemerných nákladoch na kapitál na úrovni 9,33 %.

4.2.2 Určenie udržateľnej miery rastu

K výpočtu pokračujúcej hodnoty pre stanovenie všeobecnej hodnoty spoločnosti Lindström, s.r.o. potrebujeme zistiť tempo rastu odčerpateľných zdrojov. Mieru tempa rastu môžeme vykázať viacerými spôsobmi. V prvom prípade sme sa rozhodli pre vývoj tržieb v odvetví Administratívne a podporné činnosti. V druhom prípade sme skúmali doterajší a prognózovaný vývoj tržieb spoločnosti. Prihliadali sme aj na infláciu Slovenskej republiky, ktorá bola v čase ohodnotenia spoločnosti k 31. 12. 2017 na úrovni 1,4 %. V nasledujúcich tabuľkách č. 27 a 28 si porovnáme výsledky priemerného tempa rastu tržieb za odvetvie a za spoločnosť Lindström, s.r.o.

Tabuľka č. 27 Vývoj tržieb za vlastné výkony a tovar za odvetvie Administratívne a podporné činnosti

Rok	Tržby za vlastné výkony a tovar (€)	Zmena
2011	686 183 113	-
2012	787 999 274	1,1484
2013	894 743 671	1,1355
2014	1 098 306 702	1,2275
2015	1 396 882 836	1,2719
2016	1 921 397 697	1,3755
2017	2 004 027 287	1,0430
Priemerné tempo rastu (g)		1,20

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Štatistického úradu Slovenskej republiky)

Priemerné tempo rastu (g) za doterajší vývoj tržieb za odvetvie Administratívne a podporné činnosti sme stanovili vo výške 1,20.

Tabuľka č. 28 Vývoj tržieb za vlastné výkony a tovar za spoločnosť Lindström, s.r.o.

Rok	Tržby za vlastné výkony a tovar (€)	Zmena
2015	6 321 838	-
2016	6 856 246	1,0845
2017	7 543 286	1,1002
2018	8 194 854	1,0864
2019	8 889 230	1,0847
2020	9 660 520	1,0868
2021	10 257 231	1,0618
2022	11 366 956	1,1082
Priemerné tempo rastu (g)		1,27

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločnosti Lindström, s.r.o.)

Kvôli presnejšiemu výsledku sme si vybrali priemerné tempo rastu (g) za doterajší a prognózovaný vývoj tržieb spoločnosti v hodnote 1,27.

4.2.3 Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou DCF entity

V praxi najpoužívanjšou výnosovou metódou je metóda DCF entity. Tento model sme si v teoretickej časti rozobrali v podkapitole 1.7.1. Ocenenie spoločnosti prostredníctvom DCF entity je stanovené ako celok, keďže predstavuje FCF tak aj pre vlastníkov ako aj pre veriteľov. Vhodnosť tohto modelu sme usúdili na základe predpokladanej ustálenej kapitálovej štruktúry podniku. Z finančného plánu čerpáme potrebné informácie pre výpočet voľných peňažných tokov.

- Počítame s VH z prevádzkovej činnosti po zdanení, ktorý upravíme o odpisy, investície do pracovného kapitálu a do dlhodobého majetku.

Tabuľka č. 29 Výpočet FCF entity spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2018 (€)	2019 (€)	2020 (€)	2021 (€)	2022 (€)
VH z hospodárskej činnosti po zdanení	718 294	949 272	1 222 995	1 540 941	2 040 559
+ odpisy	2 120 455	2 230 666	2 350 147	2 488 600	2 547 111
- zmena stavu pracovného kapitálu	- 79 751	- 15 250	111 784	- 104 263	- 41 289
- Investícia do dlhodobého majetku	24 580	10 000	0	0	0
FCF entity	2 893 920	3 185 643	3 461 358	4 133 804	4 628 959

(Zdroj: vlastné spracovanie)

- Po vypočítaní voľných peňažných prostriedkov za jednotlivé roky, prejdeme k určeniu hodnoty podniku. Keďže spoločnosť Lindström, s.r.o. uvažuje o pokračovaní svojej podnikateľskej činnosti, použijeme na určenie hodnoty podniku dvojfázový model:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCF}}{(1+k)^t} + \frac{\text{PH}}{(1+k)^n}$$

Prvú časť vzorca, ktorú nazývame prvá fáza si pre lepšiu prehľadnosť výpočtu zobrazíme v nasledujúcej tabuľke č. 30.

Tabuľka č. 30 Výpočet DCF entity spoločnosti Lindström, s.r.o.

Položka	2018	2019	2020	2021	2020
FCF entity(€)	2 893 920	3 185 643	3 461 358	4 133 804	4 628 959
$(1+k)^t$	1,0933	1,1953	1,3068	1,4288	1,5621
DFCF entity(€)	2 646 959	2 665 141	2 648 728	2 893 200	2 963 292
Spolu DFCF entity (€)	13 817 320				

(Zdroj: vlastné spracovanie)

V prvej fáze sme vypočítali všeobecnú hodnotu spoločnosti na úrovni 13 817 320 €.

3. V druhej fáze, ktorej hovoríme pokračujúca hodnota, si v prvom rade určíme hodnotu voľného peňažného toku v nasledujúcom roku. FCF_{n+1} vyčíslime pomocou udržateľnej miery rastu (g), podľa Gordonovho vzťahu:

$$\text{FCF}_{n+1} = \text{FCF} * (1 + g)$$

$$\text{FCF}_{n+1} = 4\,628\,959 * (1 + 0,0127) = 4\,687\,747 \text{ €}$$

4. Voľný peňažný tok v prvom roku v druhej fáze dosadíme do vzorca a následne stanovíme pokračujúcu hodnotu podniku.

$$\text{Pokračujúca hodnota} = \frac{\text{FCF}_{n+1}}{k - g}$$

$$\text{Pokračujúca hodnota} = \frac{4\,687\,747}{0,0933 - 0,0127} = 58\,160\,633 \text{ €}$$

5. Po spočítaní prvej a druhej fázy určíme výslednú hodnotu spoločnosti Lindström, s.r.o.

$$\text{Hodnota podniku} = 13\,817\,320 + \frac{58\,160\,633}{(1 + 0,0933)^5} = 51\,050\,693 \text{ €}$$

Vyčíslená hodnota podniku odráža dosiahnuté a predpokladané finančné výsledky spoločnosti, makroekonomickú a odvetvovú analýzu. Pri zohľadnení všetkých informácií a skutočností odhadujeme k 31.12.2017 podľa metódy DCF entity všeobecnú hodnotu spoločnosti Lindström, s.r.o. na úrovni 51 050 693 €.

4.2.4 Stanovenie hodnoty spoločnosti metódou kapitalizovaných čistých výnosov

Ďalšiu metódu na určenie hodnoty spoločnosti sme sa rozhodli použiť metódu kapitalizovaných čistých výnosov, ktorej rozhodujúcim ukazovateľom je trvalo udržateľný zisk analyzovanej spoločnosti. Výsledok metódy je priame zistenie hodnoty vlastného kapitálu spoločnosti. Vychádzame z minulých, budúcich údajov o podniku a môžeme použiť aj ich kombináciu. Pre to najsprávnejšie zachytenie výnosového potenciálu uvažujeme s ich kombináciou. Pre stanovenie hodnoty podniku sme zvolili paušálnu metódu.

1. V nasledujúcej tabuľke č. 31 budeme korigovať čisté výnosy dosiahnuté za minulosť o príslušné váhy. Dôležitosť týchto váh sme rozlišovali na základe obdobia, v ktorom sa čisté výnosy dosiahli. Najvyššiu váhu sme stanovili výsledku hospodárenia po zdanení, ktorý bol dosiahnutý časovo najbližšie k súčasnosti. Pri ostatných sme postupne váhy znižovali o 0,1 na základe ich vzdialenosti k súčasného výsledku hospodárenia po zdanení.

Tabuľka č. 31 Kalkulácia trvalo udržateľného čistého výnosu spoločnosti Lindström, s.r.o. za roky 2016-2017

Položka	2015 (€)	2016 (€)	2017 (€)
Výnosy z hospodárskej činnosti	6 433 316	6 982 492	7 695 012
Výnosy z finančnej činnosti	34	31	1 713
Výnosy celkom	6 433 350	6 984 523	7 695 012
Náklady z hospodárskej činnosti	5 311 882	6 031 059	6 992 472
Náklady z finančnej činnosti	30 819	17 512	18 367
Náklady celkom	5 342 701	6 048 571	7 010 839
Daň z príjmu	244 185	232 860	156 513
Čistý výnos	846 464	703 092	529 373
Váha (q)	0,80	0,90	1,00
Čistý výnos * váha (q)	677 171	632 781	529 373

(Zdroj: vlastné spracovanie)

2. Najprv si určíme trvalý čistý výnos za minulé obdobie z tabuľky č. 40. Pre výpočet korigovaného čistého výnosu za minulé a budúce obdobie využijeme nasledovný vzorec:

$$\text{Trvalý čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t * \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

$$\text{Trvalý čistý výnos}_{MO} = \frac{1\,839\,325}{2,7} = 681\,232 \text{ €}$$

3. Podobne postupujeme aj pri plánovanom období. Opäť sme najväčšiu váhu priradili k najbližšiemu obdobiu k súčasnosti a ostatné váhy sme znižovali o 0,1 v závislosti od ich vzdialenosti.

Tabuľka č. 32 Kalkulácia trvalo udržateľného čistého výnosu spoločnosti Lindström, s.r.o.
za roky 2018-2022

Položka	2018 (€)	2019 (€)	2020 (€)	2021 (€)	2022 (€)
Výnosy z HČ	8 347 187	9 043 129	9 816 494	10 684 786	11 525 588
Výnosy z FČ	1 805	1 944	2 088	2 198	2 269
Výnosy celkom	8 348 992	9 045 073	9 818 582	10 686 984	11 527 857
Náklady z HČ	7 437 954	7 841 519	8 268 399	8 734 228	8 942 602
Náklady z FČ	19 002	20 125	21 866	22 944	23 864
Náklady celkom	7 456 956	7 861 644	8 290 265	8 757 172	8 966 466
Daň z príjmu	187 328	248 520	320 947	405 261	537 892
Čistý výnos	704 708	934 909	1 207 370	1 521 551	2 023 499
Váha (q)	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
Čistý výnos * váha (q)	704 708	841 418	965 896	1 065 086	1 214 099

(Zdroj: vlastné spracovanie)

4. Obdobným spôsobom si teraz vyčíslime trvalý čistý výnos za plánované budúce obdobie.

$$\text{Trvalý čistý výnos}_{BO} = \frac{4\,791\,207}{4} = 1\,197\,802 \text{ €}$$

5. Pomocou aritmetického priemeru si vyčíslime celkový trvalý čistý výnosy za minulé a budúce obdobie.

$$\text{Celkový trvalý čistý výnos} = \frac{681\,232 + 1\,197\,802}{2} = 939\,517 \text{ €}$$

6. Využitím vzorca pre večnú rentu si vymedzíme netto hodnotu podniku, teda hodnotu vlastného kapitálu spoločnosti Lindström, s.r.o.

$$H_n = \frac{TČV}{i_k}$$

$$H_n = \frac{939\,517}{0,0933} = 10\,069\,850 \text{ €}$$

Hodnota spoločnosti Lindström, s.r.o. odhadnutá metódou kapitalizovaných čistých výnosov je 10 069 850 €.

5 Diskusia

V predchádzajúcej časti diplomovej práce sme stanovili všeobecnú hodnotu spoločnosti Lindström, s.r.o. Vzhľadom na množstvo uvedených variant výnosových metód v teoretickej časti, sme si pre splnenie hlavného cieľa zvolili metódu DFC entity a metódu kapitalizovaných čistých výnosov. Vhodnosť použitých metód sme posúdili na základe špecifických podmienok spoločnosti a jej charakteru činnosti. V nasledujúcej tabuľke porovnáme dosiahnuté výsledky.

Tabuľka č. 33 Prehľad výsledných stanovených hodnôt spoločnosti Lindström, s.r.o

Výnosová metóda	Hodnota spoločnosti k 31. 12. 2017
Metóda DFC entity	51 050 693 €
Metóda kapitalizovaných čistých výnosov	10 069 850 €

(Zdroj: vlastné spracovanie)

Podľa spracovanej tabuľky č. 33 môžeme vidieť, že metódou DFC entity sme odhadli približne 5-násobne vyššiu hodnotu podniku ako pri metóde kapitalizovaných čistých výnosov. Keďže spoločnosť nedisponuje žiadnym cudzím úročeným kapitálom, uvažovali sme o priemerných nákladoch na úrovni nákladov vlastného kapitálu. Rozdiel vo výsledných hodnotách spočíva v odlišnom prístupe a metodike spôsobu výpočtu použitých metód.

Metóda DFC entity berie do úvahy iba budúce diskontované peňažné toky vyčíslené pomocou čistého výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti upraveného o odpisy, o zmeny čistého pracovného kapitálu a o plánované investície. Následne sme diskontovali peňažné toky priemernými nákladmi na kapitál vo výške 9,33 % a dostali sme hodnotu podniku v prvej fáze. Potom sme si vyčíslili peňažný tok v nasledujúcom roku, ktorý sme upravili o trvalo udržateľnú mieru rastu, ktorú sme vyčíslili na základe doterajšieho a prognózovaného vývoja tržieb za spoločnosť, vo výške 1,27. Následne sme dopočítali druhú fázu a stanovili celkovú hodnotu podniku. Ide o základnú metódu ohodnocovania a v Slovenskej republike sa jej použitie rozširuje z dôvodu zvyšujúceho počtu nových zahraničných investorov, preto hodnotu podniku stanovenú metódou DFC považujeme za reálnu.

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov zohľadňuje tak aj budúce ako aj skutočne dosiahnuté výsledky. Metóda uvažuje s výsledkom hospodárenia z bežnej činnosti po zdanení upraveného o príslušné váhy (q) za minulé a budúce obdobie. Celkový

trvalý čistý výnos určíme ako aritmetický priemer trvalých čistých výnosov vyčíslených za minulé a budúce obdobie. Táto metóda je pesimistickejšia a opatrnejšia v porovnaní s metódou DFC entity, ktorá sa opiera len o budúce výsledky. V porovnaní s metódou DFC entity ide o doplnkovú metódu. Hodnota spoločnosti odhadnutá metódou kapitalizovaných čistých výnosov je považovaná za dolnú hranicu stanovenia hodnoty. Používa sa pri plánovaní investičných výdajov do budúcnosti a slúži k investičnému rozhodovaniu.

Vzhľadom ku skutočnosti, že metóda kapitalizovaných čistých výnosov nezohľadňuje budúcu činnosť spoločnosti a neberie do úvahy jeho ďalšie zhodnocovanie, považujeme stanovenie hodnoty podniku pomocou DFC metódy za výslednú hodnotu spoločnosti Lindström, s.r.o. k 31. 12. 2017 v hodnote 51 050 693 €.

Po uskutočnení odhadu všeobecnej hodnoty spoločnosti Lindström, s.r.o. výnosovou metódou, ktorá je dôležitou informáciou tak pre spoločnosť ako aj pre potenciálnych investorov, sme navrhli nasledovné odporúčania:

- Likvidita spoločnosti indikuje príliš vysoký stav finančných účtov. Preto odporúčame umiestniť tieto zdroje do výnosnejších príležitostí. Keďže spoločnosť neustále kumuluje výsledok hospodárenia z minulých rokov navrhujeme, aby využila tieto prostriedky na investovanie do rozvoja a modernizácie podniku. Takéto neehospodárne nakladanie s vlastnými zdrojmi považujeme za neefektívne a zbytočne nákladné. Spoločnosť by mohla investovať aj do rozšírenia ponuky svojich služieb za účelom preniknutia na nové trhy, čím by dokázala lepšie konkurovať a zvýšila by si trhovú hodnotu.
- Odporúčame naďalej si držať finančnú stabilitu a neohrozovať podnik prílišnou zadlženosťou. Stanovili sme si cieľ, že nepríde k zadlžovaniu počas plánovaného obdobia. Spoločnosť nemá žiadne úročené cudzie zdroje, keďže je financovaná materskou spoločnosťou a nie úvermi. Tým, že si spoločnosť drží dostatočnú výšku vlastných zdrojov, je chránená pred finančnými ťažkosťami v prípade vyššej zadlženosti, čo vypovedá o finančnej stabilite spoločnosti. Keďže má spoločnosť dost vlastných prostriedkov nie je nútená príliš sa zadlžovať.
- Navrhujeme aby spoločnosť znížila stav krátkodobých pohľadávok, pretože by lepšie dokázala splácať svoje záväzky. Podnik by viazal menej peňažných prostriedkov v pohľadávkach, ktoré by mohol radšej použiť na nejakú investíciu.
- Slabšou stránkou je zhoršujúca rentabilita, ktorá súvisí s klesajúcim ziskom spoločnosti. Je to spôsobené, že náklady rastú o niečo rýchlejším tempom ako výnosy.

Keďže spoločnosť má najväčší podiel v hospodárskej činnosti odporúčame, aby zaviedla metódu riadenia a sledovania výrobných nákladov za účelom ich zníženia.

- Ďalej by sme odporučili zlepšiť marketing spoločnosti, budovať nové a upevňovať staré vzťahy so zákazníkmi aj dodávateľmi, čím si spoločnosť udrží či dokonca aj posilní svoje dobré meno trhu.
- Spoločnosť by mala zaviesť školenia, či rôzne tréningy v teréne pre obchodných zástupcov, aby sa zamedzilo zavádzaniu zákazníka, neprofesionálnemu vystupovaniu, čím by sa mohlo uškodiť kvalite poskytovaných služieb a dobrému menu spoločnosti. Taktiež by mala zabezpečiť školenia pre zamestnancov produkcie a servisných technikov, kvôli zamedzeniu chybovosti.
- Spoločnosť by mala držať iba potrebnú úroveň zásob, aby zbytočne neviazala peňažné prostriedky, čo sme aj zahrnuli medzi ciele do finančného plánu. Samozrejme si musí podnik držať minimálne takú úroveň zásob, aby zabezpečil plynulú činnosť podniku.
- Podnik by mal zvýšiť počet zamestnancov, kvôli zvyšujúcemu sa počtu zákazníkov a ich zvyšujúcim nárokom. V súčasnosti sú zamestnanci na zákazníckom servise aj v produkcii pomerne vysoko preťažení, čo vedie k rôznym zdravotným problémom, nervozite, stresu, nechuti, napätých vzťahoch medzi kolegami a fluktuácie.
- Spoločnosť by mala zapracovať na lepšej komunikácii medzi vedením a podriadenými. V súčasnosti prevláda napätie, desinformovanosť, komunikačné nedorozumenia, výmeny názorov, obvinenia, neistota, neobjektívne hodnotenie zamestnancov a situácie.
- Hlavne odporúčame sústredenie podniku na svoje prednosti a silné stránky. Hlavne udržiavať si finančnú stabilitu, priaznivé hodnoty ukazovateľov aktivity a zadlženosti, spokojnosť zákazníkov, flexibilita pri poskytovaní služby, korektnosť vzťahov s dodávateľmi, byť ekologický a snažiť sa naplniť stanovené ciele vo finančnom pláne za účelom rastu hodnoty podniku.

Celkovo hodnotíme spoločnosť Lindström, s.r.o. za finančne silný a úspešný podnik, s priaznivými vyhliadkami do budúcnosti, o čom svedčí aj analýza ex ante. Je veľmi dôležité, aby sa podnik zameral na odstránenie vyššie spomenutých nedostatkov, posilňoval svoje silné stránky a zameral sa na jeho možné príležitosti.

Záver

Za základný cieľ diplomovej práce sme si zvolili stanoviť všeobecnú hodnotu spoločnosti Lindström, s.r.o. uplatnením výnosových metód. Cieľ sme splnili prostredníctvom určenia hodnoty podniku metódou DFC entity a metódou kapitalizovaných čistých výnosov. Základný cieľ sme dosiahli postupným naplnením odvodených, pomocných cieľov v hlavnej časti.

S cieľom uplatnenia konkrétneho postupu stanovenia hodnoty podniku, sme sa v prvej časti venovali teoretickému priblíženiu danej problematiky. Vysvetlili sme si, prečo ohodnotiť podnik, pojem hodnota vs. cena podniku, zásady a prístupy ohodnotenia podniku, faktory vplyvajúce na hodnotu podniku, zdroj a zber informácií k ohodnoteniu, spôsob vyčíslenia miery kapitalizácie, postup a jednotlivé výnosové metódy stanovenia hodnoty spoločnosti.

V úvode výslednej časti sme si charakterizovali podnik a vymedzili zoznam jeho najdôležitejších podnikov. Následne sme analyzovali makroekonomický vývoj a odvetvie Administratívne a podporné služby, v ktorom podnik pôsobí. Definovali sme žiaduce a nežiaduce faktory a činnosti, ktoré pôsobia na spoločnosť. Potom sme sa zamerali na zistenie finančného zdravia spoločnosti uskutočnením finančnej analýzy podniku ex post. Po uskutočnení ex post analýzy, sme usúdili, že podnik je finančne stabilný. Negatívum vidíme, v zhoršujúcej sa rentabilite z dôvodu klesajúceho čistého zisku a predlžujúcej dobe splácania záväzkov za sledované obdobie. Na preskúmanie prognózovaného vývoja spoločnosti sme využili metódu ex ante prostredníctvom Rýchleho testu, Altmanovho Z-score a Indexu bonity. Všetky metódy potvrdili, že ide o finančne silný podnik s pozitívnou prognózou. Pomocou SWOT analýzy sme si graficky znázornili strategickú situáciu spoločnosti, a to stratégiu spojenectva.

Po konzultácii s vedením a ekonomickou manažérkou spoločnosti, sme stanovili ciele podniku, ktoré sme zapracovali do plánovaného zisku a plánovanej finančnej bilancie. Následne sme stanovili priemerné náklady na kapitál vo výške 9,33 % pomocou CAPM metódy na úrovni vlastných nákladov na kapitál, keďže spoločnosť nedisponuje cudzím úročeným kapitálom. K stanoveniu hodnoty podniku sme potrebovali hodnotu trvalo udržateľnej miery rastu vo výške 1,27, ktorú sme určili na úrovni priemerných tržieb za vlastné výkony a tovar spoločnosti.

Vo výslednej časti, po naplnení všetkých pomocných cieľov sme splnili hlavný cieľ. Stanovili sme všeobecnú hodnotu podniku metódou DFC entity a metódou

kapitalizovaných čistých výnosov. Rozdiel týchto dvoch metód, je v tom, že metóda DFC entity je založená na projekcii budúcich peňažných tokov a ich diskontovania na súčasnú hodnotu. V porovnaní s metódou kapitalizovaných čistých výnosov, ktorá sa opiera o skutočne dosiahnuté výsledky.

Reálna hodnota podniku metódou DFC entity k 31. 12. 2017 je 51 050 693 €. DFC metóda je hlavným východiskom pre výsledné ocenenie prosperujúcich podnikov, pri ktorých je možné dobre odhadnúť budúci vývoj firmy vrátane projekcie investícií. Výsledkom ocenenia býva väčšinou celková hodnota investovaného kapitálu (hodnota "brutto").

Za dolnú hranicu ocenenia podniku považujeme doplnkovú metódu kapitalizovaných čistých výnosov, podľa ktorej sme vyčíslili hodnotu podniku vo výške 10 069 850 €. Je vhodná pre ocenenie firiem, u ktorých je ťažké odhadnúť ich budúci vývoj. Aplikovaná paušálna varianta metódy kapitalizovaných čistých výnosov je založená na predpoklade, že firma bude dosahovať v budúcnosti aspoň takých výnosov, ako dosahovala v minulosti, a tieto výnosy bude možné udržať investíciami na úrovni odpisov. Budúce výnosy majú charakter večnej renty. Výsledkom ocenenia je hodnota vlastného imania očistená o infláciu (hodnota "netto").

Nepovažujeme za úplne správne automatické uprednostňovanie metódy DFC entity, keďže niektoré výnosové metódy založené na výsledku hospodárenia majú prednosti oproti tejto metóde napr. menšia závislosť výsledného ohodnotenia na problematicky odhadnutej pokračujúcej hodnote.⁵⁴

Veríme, že nami vykonané stanovenie všeobecnej hodnoty spoločnosti Lindström, s.r.o. pomôže vedeniu a manažmentu pri uskutočňovaní dôležitých firemných rozhodnutí. Dúfame, že bude cennou informáciou aj pre potenciálnych investorov.

⁵⁴ MAŘÍK, Miloš – MAŘÍKOVÁ, Pavla. Kapitalizované čisté výnosy a reziduální zisky jako alternativa diskontovaných peněžních toků? [online]. In: *Český finanční a účetní časopis*. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 3, č. 2, s.18. [cit. 2018-04-02]. Dostupné na: <https://www.vse.cz/>.

Zoznam použitej literatúry

Knižné

1. JAKUBEC, Miroslav – KARDOŠ, Peter. – KUBICA, Milan. *Riadenie hodnoty podniku, praktikum*. Bratislava: IURA EDITION, 2014. ISBN 978-80-8078-379-2.
2. JAKUBEC, Miroslav - KARDOŠ Peter. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava: Wolters Kluwer s. r. o., 2016. s. 13. ISBN 978-80-8168-460-9.
3. JANÍČEK, Přemysl - JÍŠA Marek. *Expertní inženýrství v systémovém pojetí*. Praha: Grada Publishing, a. s. 2013. str. 387. ISBN 978-80-247-4127-7.
4. KISLINGEROVÁ, Eva. 2001. *Oceňování podniku. 2. prepracované doplnené vydanie*. Praha: C. H. Beck, 2011. s. 25. ISBN 80-7179-529-1.
5. KUBICA, Milan a kol. *Znalcтво*. Praha: Wolters Kluwer s. r. o., 2016. s. 127-128 str. ISBN 978-80-7552-499-7.
6. MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. s. 206. ISBN 80-86-119-09-2.
7. MAŘÍK, Miloš. a kol. *Metódy oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 2003. s. 138. ISBN 80-86119-57-2.
8. MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. 2. vydání*. Praha, Ekopress, 2007. s. 492. ISBN 978-80-86929-32-3.
9. MAŘÍK, Miloš a kol.: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. upravené rozšířené vydání*. Praha, Ekopress, 2011. s. 30. ISBN 978-80-86929-67-5.
10. MAŘÍK, Miloš - MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, s.r.o. 2005. str. 13. ISBN 80-86119-61-0.
11. NÝVLTOVÁ, Romana – MARINIČ, Pavel. *Finančné řízení podniku. Moderní metody a trendy*. Praha: Grada Publishing, 2010. s. 183. ISBN 978-80-247-3158-2.
12. VÁCHAL, Jan - VOCHOZKA Marek a kol. *Podnikové řízení*. Praha: GRADA Publishing, 2013. s. 142. ISBN 978-80-247-4642-5.
13. VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku: zakládání podniku: finanční analýza, oběžný majetek, plánování, zdroje a formy financování, investiční rozhodování, hospodářský výsledek, oceňování podniku*. Praha: EKOPRESS, 1999. s. 263. ISBN 80-86119-21-1.

14. VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2011. s. 9. ISBN 978-80-247-3647-1.
15. VOCHOZKA, Marek - MULAČ Petr a kol. *Podniková ekonomika*. Praha: GRADA Publishing, 2012. s. 144-146. ISBN 978-80-247-4372-1.
16. VOZÁR, Martin - KOMORNÍK, Jozef. , *Oceňovanie podnikov*. Bratislava: KARTPRINT. 2012. s. 138. ISBN 978-80-89553-07-5.
17. PEEMOLLER, Volker H. *Praxishandbuch der Unternehmenswertung*, Berlin: NWB, 2001.
18. TÓTHOVÁ, Alena – NAGY, Ladislav – ŠKRINIAR, Pavel. *Finančno-ekonomická analýza podniku*. Bratislava: Sprint 2 s.r.o., 2012. s. 165. ISBN 978-80-89710-01-0.
19. WP-Handbuch: *Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1998. Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung. Band 2, 11. Auflage, Düsseldorf, IDW Verlag*

Internetové zdroje

20. ARDAL. [online]. *Rating SR*. [cit. 2018-02-20]. Dostupné na: <https://www.ardal.sk/sk/ekonomicke-informacie/rating-sr>.
21. ARDAL. [online]. *Portfólio štátnych dlhopisov*. [cit. 2018-03-20]. Dostupné na: https://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.html.
22. DAMODARAN. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. [online]. [cit. 2018-03-20]. Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
23. DAMODARAN. [online]. *Betas by Sector (US)*. [cit. 2018-03-20]. Dostupné na: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html.
24. EURACTIV. *Európska komisia zlepšila výhľad rastu slovenskej ekonomiky*. [online]. [cit. 2018-02-20]. Dostupné na: <https://euractiv.sk/section/buducnost-eu/news/europska-komisia-zlepsila-vyhľad-rastu-slovenskej-ekonomiky/>.
25. EUROEKONÓM. *Reálna ekonomika Slovenskej republiky 2017*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://www.euroekonom.sk/ekonomika/ekonomika-sr/ekonomika-slovenska-2017/>.
26. FINSTAT. [online]. [cit. 2018-01-25]. Dostupné na: <https://finstat.sk/35742364#viac-informacii>.

27. FINANČNÁ SPRÁVA. *Právnické osoby*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://www.financnasprava.sk/sk/podnikatelia/dane/dan-z-prijmov/pravnicke-osoby>.
28. HARUMOVÁ, Anna. *Účtovné informácie potrebné pre vypracovanie znaleckého posudku*. [online]. 2018. [cit. 2018-04-02]. Dostupné na: <https://harumova.blog.sme.sk/c/479891/uctovne-informacie-potrebne-pre-vypracovanie-znaleckeho-posudku.html>.
29. HARUMOVÁ, Anna. *Stanovenie hodnoty majetku podniku*. [online]. 2008. [cit. 2018-12-02]. Dostupné na: <https://komentare.hnonline.sk/komentare-hn/218017-stanovenie-hodnoty-majetku-podniku>.
30. INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS 2000, [online]. [2017-11-25]. Dostupné na: 2000 <https://www.ivsc.org/>.
31. KUBICA, Milan – KARDOŠ, Peter – JAKUBEC, Miroslav. *Prím v znaleckej činnosti má ohodnocovanie majetku podnikov v konkurze*. [online]. 2003. [cit. 2017-11-08]. Dostupné na: <https://www.etrend.sk/podnikanie/prim-v-znaleckej-cinnosti-ma-ohodnocovanie-majetku-podnikov-v-konkurze.html>.
32. Lindström, s.r.o. [online]. [cit. 2018-01-25]. Dostupné na: <https://lindstromgroup.com/sk/>.
33. MINISTERSTVO FINANCIÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *44. zasadnutie výboru pre makroekonomické prognózy (február 2018)*. [online]. 2018. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11680>.
34. MZDOVÉ CENTRUM. *Hlavné mzdové ukazovatele v 3. štvrtroku 2016*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <http://www.mzdovecentrum.sk/clanok-kaviaren/hlavne-mzdove-ukazovatele-v-tretom-strvrtroku-2016.htm>.
35. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Očakávaný makroekonomický vývoj SR*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_PUBLIK_NBS_FSR/Biatec/Rok2018/01-2018/Biatec_18_1_02Beka.pdf.
36. NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *História ratingového hodnotenia Slovenskej republiky*. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/RATING/RatingHistory-SR.pdf.
37. ŠTATISTICKÝ ÚRAD SLOVENSKEJ REPUBLIKY. [online]. [cit. 2018-02-25]. Dostupné na: <https://slovak.statistics.sk>.

38. ŠRENKEL, Ľudovít. *Ako znalec vypočíta hodnotu podniku?* [online]. 2014. [cit. 2017-12-02]. Dostupné na: <https://www.podnikajte.sk/financie/c/1311/category/finacne-riadenie/article/hodnota-podniku-vypocet.xhtml>
39. TREND. *Stanovenie hodnoty podniku.* [online]. [cit. 2017-11-25]. Dostupné na: <https://www.etrend.sk/dnes/stanovenie-hodnoty-majetku.html>.

Zborníky a časopisecká literatúra

40. JACKOVÁ, Anna. Stanovenie ceny. [online]. In: *Manažment v teórii a praxi*. Žilina: Žilinská univerzita v Žiline, 2007, roč. 3, č. 1-2, s. 64. [cit. 2017-11-08]. ISSN 1336-7137. Dostupné na: <http://casopisy.euke.sk/mtp/clanky/1-2-2007/9.jackova.pdf>.
41. MAŘÍK, Miloš – MAŘÍKOVÁ, Pavla. Kapitalizované čisté výnosy a reziduální zisky jako alternativa diskontovaných peněžních toků? [online]. In: *Český finanční a účetní časopis*. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 2008, roč. 3, č. 2, s.18. [cit. 2018-04-02]. Dostupné na: <https://www.vse.cz/>.

Ďalšie zdroje

42. Výkaz ziskov a strát, Súvaha a Poznámky spoločnosti Lindström, s.r.o.

Zoznam príloh

Príloha č. 1 Účtovná závierka spoločnosti Lindström, s.r.o. za rok 2015

Príloha č. 2 Účtovná závierka spoločnosti Lindström, s.r.o. za rok 2016

Príloha č. 3 Účtovná závierka spoločnosti Lindström, s.r.o. za rok 2017