

Jana Marková, Božena Hrvolová*

Abstract

Share Valuation Using the Comparative Method

The comparative method is one of the methods of assessment of equity securities in theory and practice. The practical application of the comparative method is arranged in MS Decree No. 492/2004 Coll. on the establishment of the universal value of property and in Act No. 431/2002 Coll. on accounting, as amended by later regulations. According to this method, internal (general, real) value is derived from information on specific prices or values of shares of similar companies. The comparative method can be applied without serious problems only provided that the differences between the companies are small; otherwise, its use has been problematic. To find a comparable public limited company on a mature capital market, where the number of traded comparable companies is high, is not a problem. It is very difficult for a small market such as Slovakia's stock market. This paper discusses the application of comparative methods to the non-standard Slovak capital market.

Keywords: valuation, intrinsic value, methods of valuation, comparative method

JEL Classification: C52, E44, G12

Úvod

Jednou z metód odhadu vnútornej hodnoty akcií v teórii i v praxi (hlavne na vyspelých trhoch) je porovnávacia metóda.

Vnúturnú hodnotu cenných papierov väčšina odbornej literatúry definuje ako súčasnú hodnotu budúcich príjmov, ktoré z cenných papierov plynú.

Niektorí autori, napr. W. J. Sharpe a G. J. Alexander [1994] používajú kategóriu „investičná hodnota“. Chápu pod ňou súčasnú hodnotu budúcich príjmov plynúcich z cenného papiera, ktoré boli odhadnuté dobre informovanými a schopnými analytikmi. P. S. Rose [1994] zase používa pojem „skutočná hodnota“, R. A. Brealey a S. C. Myers [1992] hovoria o „pravdivej hodnote“.

Právne normy u nás používajú kategórie „všeobecná hodnota“, „reálna hodnota“, Medzinárodné štandardy pre ohodnocovanie „trhová hodnota“.

Definícia vnútornej hodnoty cenných papierov ako súčasnej hodnoty budúcich príjmov, ktoré z nich plynú, predpokladá použitie iba výnosovej metódy ohodnocovania

1 Príspevok je výsledkom riešenia výskumnej úlohy VEGA č. 1/0404/16 *Finančné výzvy po poslednej globálnej finančnej kríze a možnosti rozvoja slovenského kapitálového trhu*.

* CRIF – Slovak Credit Bureau (j.markova@crif.com); EU v Bratislave, Fakulta podnikového manažmentu (bozena.hrvolova@euba.sk).

cenných papierov. Autori T. Koller, M. Goedhart a D. Wessels [2005] spájajú vnútornú hodnotu dokonca s konkrétnym modelom výnosovej metódy.²

Výnosovou metódou ako jedinou metódou možno ohodnotiť dlhové cenné papiere peňažného a kapitálového trhu. Pri ohodnocovaní majetkových cenných papierov sa dá použiť okrem výnosovej metódy,³ ktorá je síce na vyspelých kapitálových trhoch metódou číslo jedna, aj niekoľko ďalších metód, napríklad metódy založené na analýze majetku emitenta, metódy založené na analýze trhu, porovnávacie metódy, metódy založené na reálnych opciách atď.

Napriek tomu, že výnosová metóda v súčasnosti predstavuje podstatnú časť metód odhadu vnútornej hodnoty finančných nástrojov na vyspelých trhoch, nie je jedinou metódou ich ohodnocovania. Preto, podľa nášho názoru, možno vnútornú hodnotu cenných papierov definovať aj ako „odhadnutú čiastku na základe fundamentálnej analýzy (vrátane analýzy majetku emitenta a analýzy kapitálového trhu), vyjadrenú v peniazoch“ Hrvoľová, 2006, 61].

Porovnávací metóda je jednou z možných metód na odhad vnútornej hodnoty majetkových cenných papierov. Výsledkom porovnávej metódy je v podstate stanovenie tzv. substituenej hodnoty.

Substitučná hodnota vyjadruje hodnotu akcie, ktorá je stanovená na základe použitia hodnoty akcií substitučných spoločností – spoločností s podobnými charakteristikami. Na vyspelých trhoch sa používa napríklad pri ohodnocovaní spoločností, ktoré nie sú verejne obchodované, alebo majú krátku históriu, pri fúziách, akvizíciách a pod. Vnútorná hodnota akcie pomocou tejto metódy sa odvodzuje z informácií o konkrétnych cenách alebo hodnotách akcií podobných spoločností. Porovnávaciu metódu možno bez veľkých problémov uplatniť len za predpokladu, že rozdiely medzi spoločnosťami sú malé, v opačnom prípade by jej použitie bolo problematické. Násť porovnateľnú akciovú spoločnosť na vyspelom kapitálovom trhu, kde je obchodovaných množstvo porovnateľných spoločností, nie je veľký problém. Veľmi náročné je to na takom malom trhu ako je slovenský trh.

Napriek nelikvidnému a málo transparentnému slovenskému kapitálovému trhu, ako aj napriek takmer neexistujúcemu akvizičnému trhu, bolo cieľom ukázať, ako postupovať pri použití porovnávej metódy v našich podmienkach, pri existujúcich dostupných informačných zdrojoch v odvetví stavebníctvo. Potreba použitia tejto metódy vyplýva aj z nutnosti použiť dve metódy na ohodnocovanie akcií spoločností nad 20 %. Spravidla sa v takom prípade používa podnikateľská (výnosová) metóda a majetková metóda. Majetková metóda je mimoriadne náročná na čas, financie i počet znalcov z rôznych znaleckých odborov a odvetví. Jej nahradenie porovnávacou metódou by bolo užitočné.

1. Porovnávací metóda v právnych normách SR

K právnym normám, ktoré na Slovensku umožňujú a upravujú použitie porovnávej metódy je Vyhláška MS SR č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších zmien a doplnkov (ďalej len Vyhláška) a zákon č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.

2 Podrobnejšie v podkapitole 2.1 [Hrvoľová, 2015].

3 Podrobnejšie pozri napríklad [Chris, Mellen a Evans, 2010; Copeland, Koller a Murrin, 1991, 2000; Damodaran, 1996; Eakins, 1999; SAEZ, 2005; Mařík et al., 2011].

Porovnávacia metóda vo Vyhláške je na Slovensku jednou z piatich metód (okrem majetkovej, podnikateľskej, kombinovanej a likvidačnej), ktorými právna úprava umožňuje stanoviť hodnotu podniku a častí podniku v znaleckej praxi. Môže byť použitá ak sa jej výber jednoznačne zdôvodní v prípadoch, pre ktoré osobitný zákon neurčuje použitie konkrétnej metódy alebo metód.

Základným predpokladom pre použitie porovnávacej metódy je dostatok informácií v obdobnom rozsahu, aký je potrebný pri majetkovej alebo podnikateľskej metóde (metóde založenej na výnosovom princípe), avšak za viacero vzorových podnikov. Pod vzorovými podnikmi sa rozumejú podniky porovnateľné so subjektom, ktorý je predmetom ohodnotenia, v čo najväčšom počte hľadísk porovnateľnosti.

Porovnávacou metódou sa podľa § 3 odsek 7 Vyhlášky stanoví všeobecná hodnota podniku a častí podniku tak, že sa zohľadnia vybrané spoločné kritériá súboru porovnateľných podnikov s využitím troch prístupov, ktoré sú definované v Prílohe č. 1 Vyhlášky:

1. Podľa transakčného prístupu – sa všeobecná hodnota podniku a častí podniku „stanoví porovnaním so vzorovými podnikmi rovnakého odvetvia a zamerania, porovnateľnej veľkosti a štruktúry, ktoré boli kúpené alebo predané v nedávnom čase. Hodnota podniku alebo jeho častí sa stanoví pomocou cenových násobkov vybraných ukazovateľov vzorových podnikov, ktoré sa použijú na ohodnocovaný podnik alebo časť podniku“ (porovnáva sa hodnota transakcií).
2. Podľa vzorového prístupu – sa všeobecná hodnota podniku a častí podniku „stanoví porovnaním so vzorovými podnikmi sumarizáciou finančných ukazovateľov po zohľadnení rizikových faktorov, kontrolných príplatkov, diskontov predajnosti“ (porovnáva sa hodnota akcií).
3. Podľa burzového prístupu – sa všeobecná hodnota podniku a častí podniku „stanoví ako súčet diskontovaných budúcich dividend počas sledovaného obdobia a očakávanej majetkovej hodnoty na konci sledovaného obdobia.“

Porovnávacia metóda sa objavuje aj v zákone č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov, v § 27 v ods. 7, ktorý je venovaný oceňovacím modelom stanovenia reálnej hodnoty cenných papierov. Jedným z oceňovacích modelov je model vychádzajúci z trhového princípu, ktorý používa informácie vytvárané operáciami na trhu, ako napríklad:

1. cenu podobného majetku dosiahnutú na aktívnom trhu, pričom sa jeho cena upraví o vplyv charakteristík majetku, v ktorých a v akom rozsahu sa líši od charakteristík oceňovaného majetku;
2. cenu majetku s vývojom cien ktorého vývoj ceny oceňovaného majetku vykazuje štatistickú závislosť;
3. pri dlhovom majetku úrokovú sadzbu, výnosovú krivku, rizikovú maržu alebo ďalšie zložky ocenenia podobného druhu dlhového nástroja, s podobnou splatnosťou a podobným dlžníkom.

Z takto formulovaného trhového princípu vyplýva, že v bodoch 1. a 2. ide o porovnávaciu metódu. Bod 3. (ako býva často v našich právnych normách) je nejasný. Dlhové

finančné nástroje možno ohodnotiť len na základe použitia výnosovej metódy, ktorá je založená na súčasnej hodnote budúcich príjmov, ktoré sa z týchto finančných nástrojov očakávajú. K ich ohodnocovaniu je potrebný odhad vhodnej sadzby na diskontovanie budúcich očakávaných výnosov. Vhodnou sadzbou (mierou kapitalizácie) pre dlhové finančné nástroje sú aktuálne trhové úrokové sadzby porovnateľných finančných nástrojov, t. j. 3. bod sa vzťahuje k výnosovej, nie k porovnávacej metóde. Porovnáva sa tu očakávaný výnos s požadovaným výnosom investora, ktorý sa odvodzuje od aktuálnych trhových úrokových sadzieb.

To, čo by sa dalo vytknúť vo formulácii zákona č. 431/2002 Z. z. o účtovníctve v § 27, ods. 7 je to, že stotožňuje metódy ohodnocovania s oceňovacími modelmi.

2. Porovnávací metóda v Medzinárodných štandardoch pre ohodnocovanie

Väčšiu pozornosť vzhľadom na jej časté využívanie na odhad hodnoty podniku/akcie v zahraničí venujú porovnávacej metóde Medzinárodné štandardy pre ohodnocovanie (ďalej len Štandardy). Štandardy definujú princípy ohodnocovania (vo Vyhláške označené ako metódy) ako „všeobecne akceptovaných, bežne používanú a analyticky orientovanú metodiku ohodnocovania“ [SAEZ, 2003, 64]. Dôraz kladú na ohodnocovanie na základe trhu, ktoré „vychádza bežne z použitia jedného alebo viacerých princípov ohodnocovania, aplikovaných v súlade so substitučným princípom a na základe použitia trhových údajov. Podľa tohto princípu platí, že obozretne uvažujúca osoba nezaplatí za tovar alebo službu viac, než je výška obstarávacích nákladov zodpovedajúceho substitučného tovaru alebo služby, bez toho, aby bola táto osoba v časovej tiesni alebo aby nákup substitučného tovaru alebo služby sprevádzala zvýšená miera rizika alebo zníženého pohodlia“ [ibid., 64].

Jedným z troch princípov ohodnocovania na základe trhu je okrem princípu nákladového určenia hodnoty (vychádza z nákladov, ktoré by sa vynaložili ak by sa majetok obstaral vlastnou výrobou a nie kúpou) a výnosového princípu ohodnocovania (vychádza z údajov o výnosoch a nákladoch, ktoré sa týkajú ohodnocovaného majetku a uplatnením procesu kapitalizácie sa určí jeho hodnota) princíp porovnávania cien (komparatívneho určenia hodnoty). Pri jeho použití sa „vychádza z údajov o tržbách z podobného alebo porovnateľného majetku a súvisiacich trhových údajov a hodnota sa následne stanoví na základe série postupov, ktoré zahŕňajú aj porovnanie. Vo všeobecnosti sa ohodnocovaný majetok porovnáva s tržbami z predaja podobného majetku na verejnom trhu. Do úvahy sa pritom môžu brať aj kótované ceny a ceny ponúk“ [ibid., 65].

Aj pri ohodnocovaní podniku sa podľa Štandardov uplatňujú tri princípy stanovenia hodnoty a podľa metodického usmernenia sa majú použiť aspoň dva princípy (spôsoby určenia hodnoty) a z nich vychádzajúce metódy (špecifické postupy určenia hodnoty). Podnik, ktorý je predmetom ohodnotenia, sa porovnáva „s podobnými podnikmi, s vlastníkmi podielmi podniku a cennými papiermi, ktoré boli prednedávnom odpredané na (voľnom) trhu“ [ibid., 335]. Porovnateľné podniky by mali byť v tom istom odvetví hospodárstva ako ohodnocovaný podnik a mali by aj reagovať na tie isté ekonomické premenné. Zdrojmi potrebných údajov sú napr. akvizitný trh, na ktorom sa kupujú alebo predávajú celé podniky, predchádzajúce transakcie týkajúce sa vlastníctva ohodnocovaného

podniku a trhy s verejne obchodovanými cennými papiermi, kde sa obchoduje s vlastnickými podielmi k podobným podnikom.

Pri ohodnocovaní podniku by sa podľa Štandardov mali zohľadniť viaceré faktory: právna forma podniku; jeho charakter a história; makroekonomické a odvetvové podmienky pre vývoj podniku v budúcnosti; predchádzajúce akvizície podniku (časti podniku); majetok podniku, zdroje jeho financovania (vlastné, cudzie) a finančná situácia; schopnosť podniku generovať výnosy, zisk a vyplácať z neho podiely; výška ohodnocovaného podielu a s ňou súvisiaci výkon vlastníckych práv; iné trhové údaje atď.

Porovnateľné údaje sa majú podľa Štandardov používať s maximálnou opatrnosťou a často musia byť upravované. Príkladom je použitie trhových cien z verejného obchodovania, t. j. z transakcií súvisiacich s minoritným vlastníctvom (s ktorým je spojená iba malá úroveň vplyvu na fungovanie podniku) pri stanovení ceny akvizície celého podniku. Pri nej sa nadobudne 100 % podniku a tomu zodpovedá 100% úroveň vplyvu na fungovanie podniku, ktorá musí byť pri ohodnotení podniku zohľadnená.

3. Praktické použitie porovnávacej metódy v podmienkach SR

Vhodné podmienky pre aplikáciu porovnávacej metódy sú v USA, kde je najväčší trh s podnikmi a potrebná údajová základňa o cenách týchto transakcií. Používané sú tri metódy:

1. metóda porovnateľných podnikov (*similar public company method*, CoCo) – je založená na komparácii s porovnateľnými podnikmi, ktorých cena akcií, obchodovaných na burze, je známa (analógia vzorového prístupu podľa Vyhlášky);
2. metóda porovnateľných transakcií (*recent acquisitions method*, CoTrans) – je založená na komparácii s porovnateľnými podnikmi, ktoré boli ako celok predmetom predaja a ich predajná cena je známa (analógia transakčného prístupu podľa Vyhlášky);
3. Porovnanie s porovnateľnými podnikmi, ktorých podiely boli ohodnocované pre vstup na burzu (*initial public offerings*).

Uplatnenie princípu porovnania cien vyžaduje rozvinutý, likvidný kapitálový trh a tieto podmienky slovenský trh nespĺňa. Aj vzhľadom na počet podnikateľských subjektov akvizičný trh v Slovenskej republike takmer neexistuje. Ak sa aj nejaké akvizície uskutočnia, cena týchto transakcií vo väčšine prípadov zostáva pre verejnosť nedostupná, často je priamo v kúpno-predajných zmluvách zakotvená klauzula o mlčanlivosti týkajúca sa jej výšky. Z uvedených dôvodov je v podmienkach Slovenskej republiky aplikácia porovnávacej metódy (transakčného a vzorového prístupu) síce možná, ale skôr v pozícii pomocnej metódy (aj keď podľa Vyhlášky je rovnocennou metódou). Použitie burzového prístupu je problematické, nakoľko Vyhláška ustanovila pre jeho aplikáciu konkrétny model v rámci výnosových metód, ktorý je založený na diskontovaní dividend. Slovenské podniky ale majú neporovnateľnú dividendovú politiku, dividendy vypláca malé množstvo podnikov, resp. ich niektoré právne formy vyplácať ani nemôžu. Je navyše ťažko predstaviteľné, že ak sa podarí získať dostatok informácií za vzorové podniky, budú práve tieto vyplácať v sledovanom období dividendy. Z uvedených dôvodov nie je uvedený ani príklad na použitie burzového prístupu.

Porovnávaciu metódu v Slovenskej republike napr. aplikoval pri ohodnotení Slovenského plynárenského priemyslu (SPP) privatizačný poradca slovenskej vlády Credit Suisse First Boston (CSFB) spolu s právnickou spoločnosťou Linklaters. Okrem metódy analýzy diskontovaných peňažných tokov (*Discounted Cashflow Analysis*) bola použitá aj analýza porovnateľných verejne obchodovaných spoločností (*Comparable Publicly Traded Company Analysis*) a analýza porovnateľných transakcií (akvizícií) (*Comparable Transaction [Acquisition] Analysis*). Za porovnateľné podniky boli vybrané verejne obchodované spoločnosti v Európe a Severnej Amerike, pôsobiace v regulovaných a sieťových odvetviach, teda nielen v plynárenstve. Vzhľadom na špecifickosť SPP sa osobitne porovnával tranzit a odbyt plynu a v prípade akvizícií sa porovnávali transakcie z ostatných troch rokov pred ohodnotením.

Použitie porovnávacjej metódy pri odhade všeobecnej hodnoty⁴ podniku/akcie je spojené s výhodami, nad ktorými však prevažuje rad nevýhod. Medzi výhody jej použitia patrí relatívna jednoduchosť, zrozumiteľnosť a možnosť aplikácie aj pri absencii napr. finančných plánov podnikov. Nevýhodami použitia (transakčného a vzorového prístupu) sú nedostatočne rozvinutý trh s podnikmi a nedostupnosť údajov o kúpno-predajných cenách podnikov, náročnosť na údaje za viacero porovnateľných spoločností a nerozvinutý kapitálový trh. Jej aplikácia si navyše vyžaduje veľké množstvo subjektívnych zásahov – od úprav vstupných údajov cez výber vzorových podnikov, ukazovateľov vstupujúcich do cenových násobkov, až po stanovenie váh pre vybrané ukazovatele.

3.1 Výber vzorových podnikov a cenových násobkov

Všetky tri prístupy porovnávacjej metódy sú založené na porovnávaní podniku, ktorý je predmetom ohodnotenia, so vzorovými, t. j. porovnateľnými podnikmi. V odbornej literatúre sa možno stretnúť aj s inými pojmami pre túto metódu, napr. metóda relatívneho ohodnocovania, metóda založená na trhovom porovnávaní, resp. založená na analýze trhu [viď Mařík et al., 2003]. Na trhu obvykle nie je možné nájsť úplne totožné podniky, ktoré boli navyše predmetom akvizície v nedávnej minulosti, resp. akcie ktorých sú prijaté na verejné obchodovanie a ich kurzová cena je známa. Preto sa pracuje s množinou vzorových podnikov a na začiatku aplikácie porovnávacjej metódy je potrebné rozhodnúť, aký počet vzorových podnikov je dostatočný. V odbornej literatúre sa obvykle odporúča vybrať 5 až 8 porovnateľných podnikov [viď Mařík et al., 2003].

Pri výbere vzorových firiem sa často musí ustúpiť od požiadavky na čo ich najväčšiu porovnateľnosť a spomedzi hľadísk porovnateľnosti sa nakoniec vyberú iba také, ktoré sú reálne použiteľné vzhľadom na dostupnosť potrebných údajov. Medzi odporúčané hľadiská porovnateľnosti podnikov patria:

- predmet činnosti (podľa klasifikácie ekonomickej činnosti, v podmienkach SR je to SK NACE – výber podnikov v rámci podtriedy /5-miestny SK NACE/, triedy /4-miestny SK NACE/, skupiny /3-miestny SK NACE/, divízie /2-miestny SK NACE/, sekcie /označenie písmenom abecedy od A po U/);
- právna forma (podľa číselníka právnej formy organizácie Štatistického úradu Slovenskej republiky);

4 Kategória Vyhlášky, ktorú budeme používať v príklade na ilustráciu použitia tejto metódy.

- sídlo (podľa okresu, kraja, regiónu, podľa sídla na vidieku alebo v meste);
- veľkosť (podľa majetku, obratu, resp. počtu zamestnancov);
- štruktúra majetku (napr. podľa pomeru neobežného a obežného majetku k celkovému majetku, pomeru krátkodobého a dlhodobého majetku k celkovému majetku);
- štruktúra zdrojov financovania majetku (napr. podľa pomeru vlastných a cudzích zdrojov k celkovým zdrojom financovania, pomeru dlhodobých a krátkodobých zdrojov k celkovým zdrojom financovania);
- výkonnosť (podľa ukazovateľov hodnotenia výkonnosti podniku za jednotlivé vstupy, ukazovateľov hodnotenia súhrnnej, komplexnej výkonnosti podniku);
- história (podľa spôsobu vzniku, dĺžky pôsobenia na trhu);
- štruktúra dodávateľov a odberateľov;
- perspektívy ďalšieho fungovania, atď.

Po výbere vzorových podnikov nasleduje analýza ich finančnej situácie a výsledkov transformačného procesu premeny vstupov na výstupy. Získané výsledky, najčastejšie v podobe vybraných pomerových ukazovateľov, sa vzájomne porovnávajú zvolenými metódami komparácie (napr. bodovacia metóda, metóda /váženého/ súčtu poradí, metóda normovanej premennej, metóda vzdialenosti od fiktívneho objektu atď.) [viď Zalai, 2013; Stankovičová, Vojtková, 2007].

V ďalšom kroku nasleduje výber ukazovateľov za vzorové podniky, ktoré budú vstupovať do výpočtu cenových násobkov. V odbornej literatúre sa možno stretnúť aj s inými pojmami pre cenové násobky, ako napr. násobiteľ alebo multiplikátory. Cenové násobky pri aplikácii transakčného prístupu sú výsledkom pomeru celkovej (trhovej) hodnoty vzorového podniku a vybraných ukazovateľov, t. j. trhovú hodnotu spoločnosti je vyjadrená ako cenový násobok vybraného ukazovateľa. Cenové násobky pri aplikácii vzorového prístupu sú výsledkom pomeru trhovej ceny akcie vzorového podniku a vybraných ukazovateľov pripadajúcich na akciu, t. j. trhovú cenu akcie je vyjadrená ako cenový násobok vybraného ukazovateľa pripadajúceho na akciu.

Cenové násobky sa označujú ako „*stand alone*“ multiplikátory – predpokladá sa pokračovanie podniku na predchádzajúcej úrovni a prípadné synergie nie sú brané do úvahy. Vo všeobecnosti sa rozlišujú dve skupiny cenových násobkov podľa:

1. spôsobu, akým je vyjadrená hodnota podniku, resp. trhovú cenu akcie v cenovom násobku. Podľa spôsobu ich vyjadrenia sa môžu vyskytnúť dve varianty cenových násobkov:
 - 1a) *equity value* – použije sa hodnota vlastného imania, resp. hodnota vlastného imania na akciu, prípadne priamo kurzotvorná cena akcie z burzy;
 - 1b) *enterprise value* – použije sa trhovú hodnotu podniku, resp. trhovú hodnotu vlastného a cudzieho úročeného kapitálu pripadajúca na akciu.
2. charakteru vybraného ukazovateľa, kedy sa môžu vyskytnúť tiež dve varianty:
 - 2a) cenové násobky výnosové – vybrané sú ukazovatele napr. na základe:
 - obratu (tržby z predaja tovaru + tržby z predaja vlastných výrobkov + tržby z predaja služieb v podmienkach SR pre malé a veľké účtovné jednotky; tržby z predaja tovaru + tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb pre mikro účtovné jednotky);

- pridanej hodnoty;
- novovytvorenej hodnoty (ak je podnik schopný produkciou svojich výkonov tvoriť tzv. novú hodnotu po úhrade nákladov spojených s hlavnými výrobnými činiteľmi – okrem nakupovaných vstupov aj po úhrade osobných nákladov a odpisov);
- EBIT (výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením a nákladovými úrokmi);
- EBITDA (výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením, nákladovými úrokmi a odpismi);
- bilančného cash flow (výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení + odpisy);
- výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení, atď.

2b) cenové násobky majetkové – vybraným ukazovateľom je účtovná hodnota vlastného imania, resp. účtovná hodnota vlastného a úročeného cudzieho kapitálu.

Všetky vybrané ukazovatele sú pri aplikácii vzorového prístupu prepočítané na akciu.

Medzi najčastejšie, v odbornej literatúre sa vyskytujúce, cenové násobky patria [viď Mařík et al., 2003]:

1. P/E (*Price / Earning Ratio*), t. j. cena akcie / zisk na akciu.
Z hľadiska časového určenia cenového násobku P/E sa pre trhovú cenu akcie môžu použiť:
 - a) aktuálne ceny (riziko výkyvov na trhu, špekulatívne vygenerovanej kurzovej ceny);
 - b) priemer alebo medián ceny za určité obdobie (napr. 6 mesiacov).

Ako zisk na akciu môže byť použitý:

- a) zisk za posledné bežné účtovné obdobie;
 - b) zisk za posledných 12 mesiacov (pri odhade hodnoty počas roka);
 - c) priemerný zisk za niekoľko posledných rokov;
 - d) predikcia zisku na ďalšie roky.
2. EV/S (*Enterprise Value / Sales*), t. j. trhovú hodnotu vlastného a cudzieho úročeného kapitálu na akciu / tržby na akciu, pričom pod tržbami sa rozumie obrat (zadefinovaný pri cenových násobkoch výnosových).
3. EV/EBIT (*Enterprise Value / Earnings Before Interest and Taxes*), t. j. trhovú hodnotu vlastného a cudzieho úročeného kapitálu na akciu / zisk pred úrokmi a zdanením na akciu.
4. EV/EBITDA (*Enterprise Value / Earning Before Interest, Taxes and Depreciation*), t. j. trhovú hodnotu vlastného a cudzieho úročeného kapitálu na akciu / zisk pred úrokmi, zdanením a odpismi na akciu.
5. EV/BV (*Enterprise Value / Book Value*), t. j. trhovú hodnotu vlastného a cudzieho úročeného kapitálu na akciu / účtovná hodnota vlastného imania na akciu.

6. P/BV (*Price / Book Value*), t. j. cena akcie / účtovná hodnota vlastného imania na akciu.
7. P/CF (*Price / Cash Flow*), t. j. cena akcie / Cash Flow na akciu, pričom ako Cash Flow sa môže použiť tzv. bilančný CF (zadefinovaný pri cenových násobkoch výnosových).
8. povahu deliteľa má Dividendová výnosnosť, t. j. dividenda na akciu / cena akcie.

Východiskom viacerých cenových násobkov je výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením. V literatúre sa obvykle odporúčajú jeho úpravy, najmä s vylúčením:

- mimoriadneho výsledku hospodárenia (od roku 2014 ho už podnikateľské subjekty účtujúce v sústave podvojného účtovníctva v SR nevykazujú ako medzivýsledok hospodárenia);
- vplyvu predaja hmotného a nehmotného majetku;
- vplyvu ziskov a strát z obchodovania s cennými papiermi;
- vplyvu kurzových ziskov a strát, atď.

3.1.1 Postup pri aplikácii transakčného prístupu

Výsledkom aplikácie transakčného prístupu je na rozdiel od vzorového prístupu odhad hodnoty ohodnocovaného podniku ako celku. Cenové násobky už vyjadrujú priamo hodnotu podniku ako násobok vybraných ukazovateľov za celý podnik (neaplikuje sa prepočet na akciu). Tento prístup je navyše vhodný pre ohodnocovanie aj iných ako akciových spoločností. Do cenových násobkov nevstupuje cena akcie na burze, ale hodnota buď vlastného imania (cenové násobky typu equity), alebo hodnota investovaného kapitálu (cenové násobky typu entity).

Aplikáciu transakčného prístupu budeme ilustrovať na príklade.

Bude nás zaujímať všeobecná hodnota podniku STAVEBNÍCTVO a. s., ktorý pôsobí v odvetví Výstavba obytných a neobytných budov (SK NACE 41200), stanovená k 31. 12. 2014 podľa transakčného prístupu (účtovné závierky za rok 2015 v čase písania príspevku neboli k dispozícii).

- **V prvom kroku bude potrebné vybrať porovnateľné podniky a ukazovatele pre porovnanie.**

Najviac hľadísk porovnateľnosti vykazovalo 8 spoločností z rovnakého odvetvia o ktorých predpokladáme, že boli predané v roku 2014 a ich hodnota je známa. Vzorové podniky majú rovnakú právnu formu (akciová spoločnosť), rovnakú veľkostnú štruktúru z hľadiska počtu zamestnancov a objemu produkcie, nie sú v likvidácii, ani v úpadku (v konkurze, resp. v reštrukturalizácii) a majú rovnakú štruktúru odberateľov (väčšie stavebné firmy). Pre účely príspevku boli obchodné názvy vzorových podnikov nahradené poradovým číslom. Obrázok o finančnej situácii vzorových podnikov a ohodnocovaného podniku STAVEBNÍCTVO a. s. poskytujú vybrané finančné pomerové ukazovatele v nasledujúcej tabuľke (ohodnocovaný podnik je piaty v poradí).

Tabuľka 1 | Východisková matica podnikov a ukazovateľov pre porovnanie

Podnik číslo	Likvidita 3. Stupňa (koef.)	Doba splatnosti krátkod. pohľadávok z obch. styku (deň)	Doba obratu zásob (deň)	Obrat aktiv (koef.)	Celková zadlženosť aktiv (%)	Úrokové krytie (koef.)	Rentab. vlastného ímania (%)	Prevádzk. rentab. tržieb (%)	Podiel pridanej hodnoty v tržbach (%)
Podnik č. 1	2,39	62,57	0,55	1,23	33,51	2,05	0,73	1,31	48,96
Podnik č. 2	1,48	272,68	98,83	0,47	60,11	2,45	0,14	-7,55	11,99
Podnik č. 3	2,62	194,82	1,27	0,3	30,24	264,43	1,56	-0,09	21,42
Podnik č. 4	1,46	204,67	11,65	0,84	61,94	41,7	4,08	2,01	13,58
STAVEBNÍCTVO, a. s. – podnik č. 5	1,42	38,31	72,7	1,8	63,18	1,23	1,87	1,59	25,18
Podnik č. 6	0,54	148,96	46,63	0,84	95,75	-8,64	-122,77	-5,36	33,31
Podnik č. 7	1,09	154,55	1,72	1,89	91,29	32,91	15,97	1,14	7,08
Podnik č. 8	1,18	162,26	1,78	0,55	81,72	300	18,73	5,49	12,42
Charakter ukazovateľa	1	-1	-1	1	-1	1	1	1	1
Váha I.	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Váha II.	3	1	1	2	2	2	3	2	1
Max.	2,62	272,68	98,83	1,89	95,75	300	18,73	5,49	48,96
Min.	0,54	38,31	0,55	0,3	30,24	-8,64	-122,77	-7,55	7,08
Rozdiel	2,08	234,37	98,28	1,59	65,51	308,64	141,5	13,04	41,88

Zdroj: [CRIF, 2016], vlastné výpočty⁵

5 Pre výpočet ukazovateľov bola použitá metodika z publikácie [CRIF, 2015].

- **V druhom kroku urobíme medzipodnikové porovnanie.**

Vybrané ukazovatele boli objektom vzájomného medzipodnikového porovnania prostredníctvom dvoch najčastejšie používaných metód: metódy (váženého) súčtu poradí a bodovacej metódy. Ukazovateľ má charakter +1, ak je žiaduce aby jeho hodnota rástla, a naopak charakter -1, ak je žiaduce aby jeho hodnota klesala. Pre objektívnejšie posúdenie postavenia ohodnocovaného podniku STAVEBNÍCTVO a. s. v skupine porovnateľných podnikov bolo zistené poradie podnikov pri jednotkových váhach ako aj pri diferencovaných váhach (váhy vyjadrujú dôležitosť jednotlivých ukazovateľov) a výsledné poradie podnikov obsahuje tabuľka 2.⁶ Ohodnocovaný podnik STAVEBNÍCTVO a. s. sa javí v skupine porovnateľných podnikov ako priemerný.

Tabuľka 2 | Poradie podnikov na základe použitých metód komparácie

Podnik č.	Metóda súčtu poradí	Metóda váženého súčtu poradí	Bodovacia metóda	Bodovacia metóda s diferencovanými váhami
Podnik č. 1	1	1	1	1
Podnik č. 2	8	7	8	7
Podnik č. 3	2	2–3	2	2
Podnik č. 4	4–5	6	6	6
STAVEBNÍCTVO, a. s. – podnik č. 5	4–5	4	4	4
Podnik č. 6	7	8	7	8
Podnik č. 7	6	5	5	5
Podnik č. 8	3	2–3	3	3

Zdroj: vlastné výpočty

- **V treťom kroku vyberieme ukazovatele do výpočtu cenových násobkov.**

Východisková tabuľka 3 obsahuje vstupné hodnoty vybraných ukazovateľov za 7 vzorových podnikov, nakoľko do výpočtu cenových násobkov bude vstupovať aj hodnota podniku a táto za ohodnocovanú spoločnosť STAVEBNÍCTVO a.s. nie je zatiaľ známa.

6 Pre účely príspevku neuvádzame výsledky aplikácie týchto metód, ale len výsledné poradie podnikov podľa jednotlivých metód. Pri aplikácii bodovacej metódy bol z dôvodu výskytu záporných hodnôt ukazovateľov použitý modifikovaný postup výpočtu bodov. 100 bodov získala najlepšia hodnota ukazovateľa a 0 bodov najhoršia hodnota ukazovateľa, čím sa vytvorilo rozpätie (vzdialenosť) od najhoršej po najlepšiu hodnotu. Bodové ohodnotenie ostatných podnikov bolo vyjadrené v takom pomere zo 100 bodov, ktorý zodpovedal podielu (úseku) z tejto vzdialenosti oproti celej vzdialenosti.

Tabuľka 3 | Hodnoty vybraných ukazovateľov za vzorové podniky

Vybrané ukazovatele v eurách	Hodnota podniku (eur)	Tržby (eur)	Pridaná hodnota (eur)	EBIT (eur)	Výsledok hospodárenia po zdanení (eur)	Bilančný CF (eur)
Podnik č. 1	1 834 695	2 251 667	1 102 427	29 455	8 871	64 363
Podnik č. 2	34 587 931	16 276 726	1 951 250	905 741	19 020	1 475 235
Podnik č. 3	29 253 887	8 785 032	1 882 016	265 484	318 633	536 766
Podnik č. 4	24 982 474	20 970 086	2 848 068	425 850	388 337	749 066
Podnik č. 6	4 482 349	3 778 864	1 258 665	-214 004	-233 940	-55 518
Podnik č. 7	6 179 373	11 672 314	825 964	115 403	85 932	161 196
Podnik č. 8	31 699 483	17 334 853	2 152 237	1 398 375	1 085 130	1 230 491

Zdroj: [CRIF, 2016]

● **V štvrtom kroku vypočítame cenové násobky vybraných ukazovateľov.**

Cenové násobky, ktoré obsahuje tabuľka 4 sú výsledkom pomeru celkovej hodnoty, za ktorú boli vzorové podniky predané v roku 2014, a vybraných ukazovateľov. Napriek uplatneniu viacerých hľadísk *porovnateľnosti* nie sú vzorové podniky úplne totožné a celkové výsledky, resp. medzivýsledky ich hospodárenia sú rozdielne. Rozdiely sa prejavili v hodnotách cenových násobkov, z ktorých niektoré dosahujú extrémne hodnoty (zvýraznené v tabuľke 4 **boldom**), ktoré boli z výpočtu priemerných hodnôt cenových násobkov vylúčené. Východiskom pre stanovenie hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. sa stala priemerná hodnota cenových násobkov, nakoľko sa tento pri komparácii so vzorovými podnikmi javil ako priemerný (aj keď pre účely publikácie boli vyčíslené hodnoty cenových násobkov aj pri použití najnižšej hodnoty cenových násobkov, resp. najnižšej hodnoty cenových násobkov bez extrémov).

Tabuľka 4 | Cenové násobky vybraných ukazovateľov za vzorové podniky

Cenové násobky	Hodnota podniku / tržby (koef.)	Hodnota podniku / pridaná hodnota (koef.)	Hodnota podniku / EBIT (koef.)	Hodnota podniku / výsledok hospodárenia po zdanení (koef.)	Hodnota podniku / bilančný CF (koef.)
Podnik č. 1	0,81	1,66	62,29	206,82	28,51
Podnik č. 2	2,12	17,73	38,19	1 818,50	23,45
Podnik č. 3	3,33	15,54	110,19	91,81	54,50
Podnik č. 4	1,19	8,77	58,66	64,33	33,35
Podnik č. 6	1,19	3,56	-20,95	-19,16	-80,74
Podnik č. 7	0,53	7,48	53,55	71,91	38,33
Podnik č. 8	1,83	14,73	22,67	29,21	25,76
<i>Priemerná hodnota cenových násobkov</i>	1,93	12,85	47,07	92,82	33,98
Najnižšia hodnota cenových násobkov	0,53	1,66	-20,95	-19,16	-80,74
Najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov	1,19	7,48	22,67	29,21	23,45

Zdroj: vlastné výpočty

● **V piatom kroku vyčíslime hodnoty ohodnocovaného podniku STAVEBNÍCTVO a. s.**

Hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. sa vyčíslia ako súčiny priemerných hodnôt cenových násobkov, resp. najnižších hodnôt a najnižších hodnôt bez extrémnych hodnôt a vybraných ukazovateľov za ohodnocovanú spoločnosť. Tieto údaje sa nachádzajú v tabuľke 5.

Hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. vyčíslené v tabuľke 5 vykazujú značné rozdiely v závislosti od vybraného ukazovateľa vstupujúceho do výpočtu. Stanovenie výslednej hodnoty ohodnocovanej spoločnosti z hodnôt ukazovateľov vyčíslených pomocou cenových násobkov vypočítaných jednoduchým aritmetickým priemerom

by bolo metodicky nesprávne. Preto boli jednotlivým ukazovateľom priradené váhy, napr. podľa frekvencie ich využívania v procese ohodnocovania podnikov. Váhy pre ukazovatele ako aj hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. podľa jednotlivých ukazovateľov korigované pomocou týchto váh obsahuje tabuľka 6.

Tabuľka 5 | Hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. pred priradením váh

Vybrané ukazovatele v eurách	Tržby	Pridaná hodnota	EBIT	Výsledok hospodárenia po zdanení	Bilančný CF
STAVEB-NÍCTVO a. s.	5 230 263	1 317 201	71 973	19 921	197 114
Priemerná hodnota cenových násobkov	1,93	12,85	47,07	92,82	33,98
Hodnota STAVEB-NÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov	10 106 039,90	16 926 481,30	3 387 845,45	1 849 005,87	6 698 560,66
Najnižšia hodnota cenových násobkov	0,53	1,66	-20,95	-19,16	-80,74
Hodnota STAVEB-NÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov	2 768 923,62	2 192 128,90	-1 507 486,33	-381 691,35	-15 914 365,45
Najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov	1,19	7,48	22,67	29,21	23,45
Hodnota STAVEB-NÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov	6 203 944,92	9 854 517,02	1 631 541,53	581 944,47	4 621 477,55

Zdroj: [CRIF, 2016]; vlastné výpočty

Tabuľka 6 | Hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a.s. po priradení váh

Hodnoty ukazovateľov v eurách	Tržby	Pridaná hodnota	EBIT	Výsledok hospodárenia a po zdanení	Bilančný CF
<i>Hodnota STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov (priemerná hodnota cenových násobkov)</i>	10 106 039,90	16 926 481,30	3 387 845,45	1 849 005,87	6 698 560,66
Hodnota STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov)	2 768 923,62	2 192 128,90	-1 507 486,33	-381 691,35	-15 914 365,45
Hodnota STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov)	6 203 944,92	9 854 517,02	1 631 541,53	581 944,47	4 621 477,55
Váhy ukazovateľov	0,20	0,50	0,05	0,05	0,20
<i>Hodnota STAVEBNÍCTVO a. s. podľa váh ukazovateľov (priemerná hodnota cenových násobkov)</i>	2 021 207,98	8 463 240,65	169 392,27	92 450,29	1 339 712,13
Hodnota STAVEBNÍCTVO a. s. podľa váh ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov)	553 784,72	1 096 064,45	-75 374,32	-19 084,57	-3 182 873,09
Hodnota STAVEBNÍCTVO a. s. podľa váh ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov)	1 240 788,98	4 927 258,51	81 577,08	29 097,22	924 295,51

Zdroj: vlastné výpočty

● **V šiestom kroku vyčíslíme hodnoty ohodnocovaného podniku STAVEBNÍCTVO a. s.**

Metódou váženého aritmetického priemeru, váženou najnižšou hodnotou a váženou najnižšou hodnotou bez extrémnych hodnôt boli sumarizáciou hodnôt vybraných finančných ukazovateľov vyčíslené výsledné hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. vo výške:

$$\begin{aligned} 12\,086\,003,33 \text{ eur} &= (2\,021\,207,98 + 8\,463\,240,65 + 169\,392,27 + 92\,450,29 + 1\,339\,712,13); \\ -1\,627\,482,80 \text{ eur} &= (553\,784,72 + 1\,096\,064,45 - 75\,374,32 - 19\,084,57 - 3\,182\,873,09); \\ 7\,203\,017,30 \text{ eur} &= (1\,240\,788,98 + 4\,927\,258,51 + 81\,577,08 + 29\,097,22 + 924\,295,51). \end{aligned}$$

Následne bola za výslednú všeobecnú hodnotu podniku STAVEBNÍCTVO a. s. stanovená hodnota vypočítaná váženým aritmetickým priemerom vo výške 12 086 003,33 eur.

3.1.2 Postup pri aplikácii vzorového prístupu

Výsledkom aplikácie vzorového prístupu je odhad hodnoty akcie ohodnocovaného podniku (nie podniku ako celku). Ako porovnateľné sú vyberané podniky, ktorých akcie (resp. podiely) sú prijaté na obchodovanie na burze a sú likvidné, t. j. bežne sa s nimi obchoduje. Vzorový prístup sa odporúča použiť, ak je predmetom ohodnotenia súkromná akciová spoločnosť, akcie ktorej nie sú prijaté na obchodovanie na burze, resp. sa ohodnocuje verejná akciová spoločnosť, hodnota akcie ktorej je síce známa, avšak z určitých dôvodov ju nie je možné pri ohodnocovaní použiť.

Je dôležité uvedomiť si, že trhová kapitalizácia, t. j. súčin počtu emitovaných akcií a ich aktuálnej trhovej ceny sa nerovná hodnote podniku. Aktuálny cenový kurz akcie je výsledkom kurzotvorného (t. j. anonymného) obchodu s prevažne malým počtom akcií. Pri kúpe väčšieho balíka akcií, resp. všetkých akcií, býva obvykle kúpno-predajná cena na akciu vyššia ako pri kúpe malého počtu akcií, čo vyžaduje určité úpravy ceny, napr. uplatnenie kontrolných príplatkov atď.

V ďalšom príklade budeme ilustrovať postup pri aplikácii vzorového prístupu na ohodnotenie podniku STAVEBNÍCTVO a. s., ktorý pôsobí v odvetví Výstavba obytných a neobytných budov (SK NACE 41200), stanovená k 31. 12. 2014).

Prvé kroky sú rovnaké ako v príklade na aplikáciu transakčného prístupu (výber vzorových podnikov, ukazovateľov pre porovnanie, medzipodnikové porovnanie, výber ukazovateľov do výpočtu cenových násobkov). Pre vzorový prístup boli použité:

- rovnaké porovnateľné podniky, u ktorých predpokladáme, že ich akcie boli k dátumu ohodnotenia obchodované na Burze cenných papierov v Bratislave, a. s. a bol známy aj ich aktuálny cenový kurz. Podnik č. 5, ktorý je predmetom ohodnotenia (Stavebníctvo, a. s.) v tabuľkách chýba, nakoľko hodnota jeho akcie nie je zatiaľ známa;
- rovnaké ukazovatele vstupujúce do výpočtu cenových násobkov ako v príklade na aplikáciu transakčného prístupu, avšak bolo potrebné uskutočniť ich prepočet na akciu. Hodnoty vybraných ukazovateľov na akciu obsahuje tabuľka 7.

Tabuľka 7 | Hodnoty vybraných ukazovateľov na akciu za vzorové podniky

Vybrané ukazovatele v eurách	Trhová cena akcie (eur)	Počet akcií	Tržby na akciu (eur)	Pridaná hodnota na akciu (eur)	EBIT na akciu (eur)	Výsledok hospodárenia po zdanení na akciu (eur)	Bilančný CF na akciu (eur)
Podnik č. 1	5,00	2 018	1 115,55	546,18	14,59	4,39	31,89
Podnik č. 2	12,00	100 000	162,77	19,51	9,06	0,19	14,75
Podnik č. 3	31,00	20 000	439,25	94,10	13,27	15,93	26,84
Podnik č. 4	62,00	1 000	20 966,24	2 847,55	425,77	388,27	748,93
Podnik č. 6	9,00	2 000	1889,43	629,33	-107,00	-116,97	-27,76
Podnik č. 7	41,00	1 205	9686,25	685,42	95,77	71,31	133,77
Podnik č. 8	17,00	52 393	330,86	41,08	26,69	20,71	23,49

Zdroj: [CRIF, 2016]; vlastné výpočty

Tabuľka 8 | Cenové násobky vybraných ukazovateľov na akciu za vzorové podniky

Cenové násobky	Hodnota podniku / tržby	Hodnota podniku / pridaná hodnota	Hodnota podniku / EBIT	Hodnota podniku / výsledok hospodárenia po zdanení	Hodnota podniku / bilančný CF
Podnik č. 1	0,81	1,66	62,29	206,82	28,51
Podnik č. 2	2,12	17,73	38,19	1 818,50	23,45
Podnik č. 3	3,33	15,54	110,19	91,81	54,50
Podnik č. 4	1,19	8,77	58,66	64,33	33,35
Podnik č. 6	1,19	3,56	-20,95	-19,16	-80,74
Podnik č. 7	0,53	7,48	53,55	71,91	38,33
Podnik č. 8	1,83	14,73	22,67	29,21	25,76
<i>Priemerná hodnota cenových násobkov</i>	1,93	12,85	47,07	92,82	33,98
najnižšia hodnota cenových násobkov	0,53	1,66	-20,95	-19,16	-80,74
najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov	1,19	7,48	22,67	29,21	23,45

Zdroj: vlastné výpočty

Cenové násobky, ktoré sú výsledkom pomeru trhových cien akcií vzorových podnikov k dátumu ohodnotenia a vybraných ukazovateľov na akciu obsahuje tabuľka 8. Rozdielne hodnoty cenových násobkov rovnako ako v príklade na aplikáciu transakčného prístupu potvrdzujú, že vzorové podniky nie sú úplne totožné a niektoré cenové násobky preto dosahujú extrémne hodnoty (vysoké aj nízke), ktoré sú zvýraznené v tabuľke 8 boldom. Východiskom pre stanovenie hodnoty akcie podniku STAVEBNÍCTVO a. s. je rovnako ako v príklade na aplikáciu transakčného prístupu priemerná hodnota cenových násobkov (pri komparácii so vzorovými podnikmi sa ohodnocovaný podnik javil ako priemerný), pričom extrémne hodnoty cenových násobkov boli z výpočtu vylúčené.

Následne boli vyčíslené hodnoty jednej akcie podniku STAVEBNÍCTVO a. s. ako súčiny priemerných hodnôt cenových násobkov, resp. najnižších hodnôt a najnižších hodnôt bez extrémnych hodnôt a vybraných ukazovateľov na akciu. Tieto údaje sa nachádzajú v tabuľke 9.

Tabuľka 9 | Hodnoty akcie podniku STAVEBNÍCTVO a. s. pred priradením váh

Vybrané ukazovatele na 1 akciu v eurách	Tržby na akciu	Pridaná hodnota na akciu	EBIT na akciu	Výsledok hospodárenia po zdanení na akciu	Bilančný CF na akciu
STAVEBNÍCTVO a. s.	2 480,185	624,615	34,130	9,447	93,471
Priemerná hodnota cenových násobkov	0,065	0,242	0,576	0,928	0,540
Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov	161,77	151,38	19,65	8,76	50,45
Najnižšia hodnota cenových násobkov	0,003	0,009	-0,084	-0,077	-0,324
Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov	7,33	5,72	-2,87	-0,73	-30,31
Najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov	0,05	0,01	0,15	0,16	0,08
Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov	127,43	8,93	4,97	1,51	7,74

Zdroj: vlastné výpočty

Hodnoty akcie podniku STAVEBNÍCTVO a. s. vyčíslené v tabuľke 9 vykazujú značné rozdiely v závislosti od vybraného ukazovateľa vstupujúceho do výpočtu a stanovenie výslednej hodnoty akcie z jednoduchého aritmetického priemeru týchto hodnôt by bolo tak ako v príklade na aplikáciu transakčného prístupu metodicky nesprávne. Preto boli k jednotlivým ukazovateľom priradené pre účel príspevku rovnaké váhy ako

v príklade na aplikáciu transakčného prístupu. Váhy pre ukazovatele ako aj hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. podľa jednotlivých ukazovateľov korigované pomocou týchto váh obsahuje tabuľka 10.

Tabuľka 10 | Hodnoty akcie podniku STAVEBNÍCTVO a.s. po priradení váh

Hodnoty ukazovateľov v eurách	Tržby na akciu	Pridaná hodnota na akciu	EBIT na akciu	Výsledok hospodárenia po zdanení na akciu	Bilančný CF na akciu
Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov (priemerná hodnota cenových násobkov)	161,77	151,38	19,65	8,76	50,45
Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov)	7,33	5,72	-2,87	-0,73	-30,31
Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa vybraných ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov)	127,43	8,93	4,97	1,51	7,74
Váhy ukazovateľov	0,20	0,50	0,05	0,05	0,20
<i>Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa váh ukazovateľov (priemerná hodnota cenových násobkov)</i>	32,35	75,69	0,98	0,44	10,09
<i>Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa váh ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov)</i>	1,47	2,86	-0,14	-0,04	-6,06
<i>Hodnota akcie STAVEBNÍCTVO a. s. podľa váh ukazovateľov (najnižšia hodnota cenových násobkov bez extrémov)</i>	25,49	4,47	0,25	0,08	1,55

Zdroj: vlastné výpočty

Metódou váženého aritmetického priemeru, váženou najnižšou hodnotou a váženou najnižšou hodnotou bez extrémnych hodnôt boli sumarizáciou hodnôt vybraných finančných ukazovateľov na jednu akciu vyčíslené výsledné hodnoty akcie podniku STAVEBNÍCTVO a.s. vo výške:

$$119,56 \text{ eur} = (32,35 + 75,69 + 0,98 + 0,44 + 10,09);$$

$$-1,92 \text{ eur} = (1,47 + 2,86 - 0,14 - 0,04 - 6,06);$$

$$31,82 \text{ eur} = (25,49 + 4,47 + 0,25 + 0,08 + 1,55);$$

a všeobecné hodnoty podniku STAVEBNÍCTVO a. s. ako súčin hodnoty akcie a počtu akcií vo výške:

$$119,56 \times 2\,109 = 252\,121,99 \text{ eur};$$

$$-1,92 \times 2\,109 = -4\,038,48 \text{ eur};$$

$$31,82 \times 2\,109 = 67\,112,16 \text{ eur}.$$

Následne bola za výslednú všeobecnú hodnotu podniku STAVEBNÍCTVO a. s. stanovená hodnota vypočítaná váženým aritmetickým priemerom vo výške 252 121,99 eur.

Výsledná všeobecná hodnota podniku vypočítaná podľa vzorového prístupu dosahuje iba cca 2 % z výslednej hodnoty počítanej podľa transakčného prístupu (12 086 003,33 eur). Výsledky z oboch príkladov potvrdzujú, že tržová cena akcie na burze je nižšia ako pri kúpe celého podniku, kedy sa hodnota akcie vyčísľuje z hodnoty podniku. V dôsledku málo transparentného a málo likvidného kapitálového trhu v podmienkach Slovenskej republiky môže byť kurzová cena akcií navyše výrazne podhodnotená.

Záver

Porovnávacia metóda je jednou z možných metód na odhad vnútornej hodnoty majetkových cenných papierov. Výsledkom porovnávacej metódy je v podstate stanovenie tzv. substituenej hodnoty.

Substitučná hodnota vyjadruje hodnotu akcie, ktorá je stanovená na základe použitia hodnoty akcií substitučných spoločností – spoločností s podobnými charakteristikami. Na vyspelých trhoch sa používa napríklad pri ohodnocovaní spoločností, ktoré nie sú verejne obchodované, alebo majú krátku históriu, pri fúziách, akvizíciách a pod. Vnútoraná (všeobecná) hodnota akcie pomocou tejto metódy sa odvodzuje z informácií o konkrétnych cenách alebo hodnotách akcií podobných spoločností. Porovnávaciu metódu možno uplatniť len za predpokladu, že rozdiely medzi spoločnosťami sú malé, v opačnom prípade by jej použitie bolo problematické. Najšť porovnateľnú akciovú spoločnosť na vyspelom kapitálovom trhu, kde je obchodovaných množstvo porovnateľných spoločností, nie je veľký problém. Veľmi náročné je to na takom malom trhu ako je slovenský trh.

Ani vstup niekoľkých medzinárodných firiem na slovenský trh, poskytujúcich finančné a ekonomické informácie o podnikateľských subjektoch nezmenil stav z minulosti, že porovnávacia metóda, ak sa aj aplikovala, tak skôr v pozícii pomocnej metódy. Dôvodmi sú najmä pretrvávajúca existencia nerozvinutého a nelikvidného kapitálového trhu a takmer neexistujúci akvizičný trh na Slovensku.

O tom ako postupovať pri použití porovnávacej metódy v našich podmienkach pojednával tento príspevok.

Výsledkom aplikácie transakčného a vzorového prístupu môžu byť, ako vidieť aj z príkladov, výrazne rozdielne vnútorné (všeobecné) hodnoty podniku. Dôvodom je, že trhovú kapitalizácia sa nerovná hodnote podniku a pri ohodnocovaní akcií je potrebné upravovať ich hodnotu napr. zrážkami za minoritu, za nižšiu likviditu atď. Pri rozdielnych výsledkoch získaných aplikáciou transakčného a vzorového prístupu je potrebné vybrať výsledok jedného z prístupov, výber zdôvodniť, nie vyčíslovať napr. priemernú hodnotu.

Literatúra

- BLAKE, D., 1995. *Analýza finančných trhov*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-7169-201-8.
- BREALEY, R. A. a MYERS, S. C., 1992. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 978-80-85605-24-4.
- COPELAND, T., KOLLER, T. a MURRIN, J., 2000. *Valuation, Measuring and Managing The Value of Companies* (3rd ed.). New York: University Edition Mckinsey. ISBN 0471-36191-7.
- COPELAND, T., KOLLER, T. a MURRIN, J., 1991. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 978-80-85605-41-4.
- CRIF, 2015. *Stredné hodnoty finančných ukazovateľov ekonomických činností v Slovenskej Republike za rok 2014*. Bratislava: CRIF – Slovak Credit Bureau. ISBN 978-80-971109-3-2.
- CRIF, 2016. *Univerzálny register* [online]. CRIF – Slovak Credit Bureau [cit. 22. 8. 2016]. Dostupné z: <http://www.cribis.sk>
- DAMODARAN, A., 1996. *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons. ISBN 978-1-118-01152-2.
- EAKINS, S. G., 1999. *Finance, Investments, Institutions, Management*. East Carolina: Wesley Educational Publishers. ISBN 10-007721-1332.
- HRVOĽOVÁ, B. et al., 2006. *Analýza finančných trhov*. Bratislava: SPRINT-vfra. ISBN 978-80-89085-59-8.
- HRVOĽOVÁ, B., 2009. *Ceny a hodnoty akcií*. Bratislava: EKONÓM. ISBN 978-80-225-2747-7.
- HRVOĽOVÁ, B. et al., 2015. *Analýza finančných trhov*. Praha: Wolters Kluwer. ISBN 978-80-7478-948-9.
- HRVOĽOVÁ, B., MARKOVÁ, J. a NINČÁK, L. Z., 2011. Moderné metódy ohodnocovania akcií. *Ekonomický časopis*, 59(2), 148–162. ISSN 0013-3035.
- KOLLER, T., GOEDHART, M. a WESSELS, D., 2005. *Valuation: Measuring and Managing Value of Company* (4th ed.). New York: John Wiley & Sons. ISBN 978-0471702184.
- MAŘÍK, M. et al., 2003. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86119-57-2.
- MAŘÍK, M. et al., 2011. *Metody oceňování podniku pro pokročilé*. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MELLEN, C. M. a EVANS, F. C., 2010. *Valuation M&A: Building Value in Private Companies* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-470-60441-0.
- MINISTERSTVO SPRAVODLIVOSTI SLOVENSKEJ REPUBLIKY, 2004. Vyhláška č. 492/2004 o Stanovení všeobecnej hodnoty majetku v znení neskorších zmien a doplnkov. *Zbierka Zákonov*.

- NÁRODNÁ RADA SLOVENSKEJ REPUBLIKY, 2002. Zákon č. 431/2002 o Účtovníctve v znení neskorších predpisov. *Zbierka Zákonov*.
- SHARPE, W. J. a ALEXANDER, G. J., 1994. *Investice*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 978-80-85605-47-3.
- ROSE, P. S., 1994. *Peněžní a kapitálové trhy*. Praha: Victoria Publishing. ISBN 978-80-58605-52-X.
- STANKOVIČOVÁ, I. a VOJTKOVÁ, M., 2007. *Viacrozmerné štatistické metódy s aplikáciami*. Bratislava: IURA Edition. ISBN 978-80-8078-152-1.
- SAEZ (SLOVENSKÁ ASOCIACIA EKONOMICKÝCH ZNALCOV), 2003. *Medzinárodné ohodnocovacie štandardy*. Bratislava: Slovenská asociácia ekonomických znalcov.
- SAEZ (SLOVENSKÁ ASOCIACIA EKONOMICKÝCH ZNALCOV), 2005. *Medzinárodné ohodnocovacie štandardy. International Valuation Standard Committee (6th ed.)*. Bratislava: Slovenská asociácia ekonomických znalcov. ISBN 978-80-969-248-5-0.
- ZALAI, K. et al., 2013. *Finančno-ekonomická analýza podniku* (8. vyd.). Bratislava: Sprint 2. ISBN 978-80-89393-80-0.