



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANČÍ

INSTITUTE OF FINANCES

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU METODOU

VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Lenka Fidrichová

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2016

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Fidrichová Lenka, Bc.

Účetnictví a finanční řízení podniku (6208T117)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

v anglickém jazyce:

Valuation of the Firm by Using Income Capitalization Approach

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ocenění podniku
Představení oceňovaného podniku
Strategická analýza podniku
Finanční analýza podniku
Návrh prognózy generátorů hodnoty
Návrh finančního plánu
Návrh nákladů kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upravené vyd. Praha: 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: 2010. 325 s. ISBN 978-80-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: 2001. 365 s. ISBN 80-7179-529-1.

MARÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 1. vyd. Praha: 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Michal Karas, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2015/2016.

L.S.

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 29.2.2016

Abstrakt

Diplomová práca je zameraná na stanovenie objektivizovanej hodnoty podniku výnosovými metódami k 1.1.2015. Práca má dve časti, prvá časť práce sa zaoberá teoretickými poznatkami. V druhej časti práce sa nachádza strategická a finančná analýza podniku, analýza a prognóza generátorov hodnoty a finančného plánu.

Ocenenie je stanovené na základe metódy diskontovaného peňažného toku DCF a metódy ekonomickej pridanej hodnoty EVA. Stanovenie hodnoty je k 01.01.2015 a je určené pre interné potreby podniku.

Abstract

This master thesis deals with the estimation of objectified value of company using income – based valuation methods at 01.01.2015. This work has two parts, the first part describes theoretical principles. The second part includes strategic and financial analysis, analysis and forecast of the value drivers and financial plan.

The valuation of the company is based on Discounted Cashflow method and Economic Value Added method. Determination of value is made at the date 01.01.2015. Determination of value is made for internal needs of the company.

Kľúčové slová

stanovenie hodnoty podniku, objektivizovaná hodnota, strategická analýza, finančná analýza, SWOT analýza, generátory hodnôt, finančný plán, náklady na kapitál, diskontovaný peňažný tok DCF, ekonomicke pridana hodnota EVA

Key words

firm value estimation, objectified value, strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, value drivers, financial plan, the cost of capital, Discounted Cashflow DCF, Economic Value Added EVA

Bibliografická citace

FIDRICHOVÁ, L., *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2016. 162 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D..

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/200 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne

.....

Podpis

Pod'akovanie

Týmto by som chcela veľmi pod'akovať vedúcemu diplomovej práce Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D., za odborné rady, konzultácie, pripomienky a pomoc pri spracovaní diplomovej práce.

Rovnako by som chcela pod'akovať aj pánovi I. Majtánovi za ochotu, poskytnuté rady, informácie a podklady, ktoré som využila pri písaní diplomovej práce. Ďalej rodine a priateľovi za ich podporu a trpezlivosť.

Obsah	
Úvod.....	12
Ciele práce a metódy spracovania	13
Teoretická časť.....	16
1.Vymedzenie pojmov	16
2. Metódy oceňovania podniku.....	19
3. Strategická analýza	20
3.1 Analýza vonkajšieho potenciálu	20
3.1.1 PEST ANALÝZA	20
3.2 Analýza vnútorného potenciálu.....	24
3.2.1 Porterov model piatich síl.....	25
3.2.2 Analýza 7S faktorov	28
4. Analýza finančného zdravia spoločnosti	32
4.1 Analýza súvahy	32
4.2 Analýza výkazu ziskov a strát.....	34
4.3 Analýza pomerových ukazovateľov.....	35
4.3.1 Ukazovatele likvidity.....	36
4.3.2 Ukazovatele rentability.....	38
4.3.3 Ukazovatele zadlženosti	40
4.3.4 Ukazovatele aktivity	41
5. Prevádzkovo potrebné a nepotrebné aktíva	43
6. Generátory hodnoty podniku	46
7. Finančný plán.....	51
8. Ocenenie podniku na základe metódy diskontovaného peňažného toku (cash flow). 53	
8.1 Peňažné toky – metóda DCF	54
8.2 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia - FCFF.....	55

8.3 Investície - FCFF.....	56
9. Hodnota podniku a určenie časového horizontu.....	57
9.1 Dvojfázová metóda	58
9.2 Pokračujúca hodnota	60
9.3 Výsledná hodnota podniku.....	61
10. Diskontná miera pri použití metódy DCF.....	62
10.1 Náklady celkového kapitálu WACC	62
10.2 Náklady na cudzí kapitál	63
10.3 Náklady na vlastný kapitál	64
11. Ocenenie podniku na základe metódy ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)	67
12. Analyzovaná spoločnosť.....	69
12. Strategická analýza	70
12.1 Analýza makroekonomického prostredia.....	70
12.1.1 PEST ANALÝZA	71
12.2 Analýza mikroekonomického prostredia	83
12.2.1 Porterov diamant – analýza konkurencie	83
12.2.2 Analýza 7S.....	87
12.2.3 Hodnotenie perspektívnosti podniku.....	89
12.3 Analýza relevantného trhu	92
12.4 Prognóza tržieb a regresná analýza	96
13. Finančná analýza.....	103
13.1 Analýza základných účtovných výkazov – súvahy.....	104
13.2 Analýza základných účtovných výkazov - výkazu ziskov a strát.....	108
13.3 Analýza pomerových ukazovateľov.....	111
13.3.1 Ukazovatele likvidity.....	111
13.3.2 Ukazovatele rentability.....	113

13.3.3 Ukazovatele aktivity	115
13.3.4 Ukazovatele zadlženosti	117
13.4 Indexy hodnotenia podniku	118
13.4.1 Bonitný model IN 99	118
13.4.2 Bankrotný model IN 95	119
13.3.3 Bankrotný model – Tafflerov model	119
14. SWOT analýza	121
15. Generátory hodnoty	122
15.1 Prevádzkovo potrebné a nepotrebné aktíva	122
15.2 Zisková marža a jej analýza	123
15.2.1 Výpočet ziskovej marže spôsobom zhora a jej prognóza	123
15.2.2 Výpočet ziskovej marže spôsobom zdola a jej prognóza	123
15.3 Analýza pracovného kapitálu a jeho prognóza	124
15.4 Analýza a prognóza investícií do dlhodobého majetku	126
16. Finančný plán	129
16.1 Plánovaný výkaz ziskov a strát	129
16.2 Plánovaný výkaz peňažných tokov	130
16.3 Plánovaná súvaha	132
17. Návrh ocenenia Spoločnosti	134
17.1 Metóda diskontovaného peňažného toku (DCF)	134
17.2 Metóda DCF entity	137
17.2.1 Súčasná hodnota prvej fázy	138
17.2.2 Pokračujúca hodnota – súčasná hodnota druhej fázy	138
17.2.3 Záverečné výnosové ocenenie podniku metódou DCF entity	139
18. Metóda ekonomickej pridanej hodnoty	141
18.1 Súčasná hodnota prvej fázy	141

18.2 Súčasná hodnota druhej fázy.....	142
18.3 Výsledné ocenenie podniku metódou EVA	142
Záver	144
Zoznam použitej literatúry	146

Úvod

Oceňovanie podniku je v súčasnej dobe veľmi aktuálnou problematikou. Dôvodov prečo sa podnik oceňuje je množstvo. Či už ide o predaj podniku alebo naopak o kúpu podniku. Rovnako je pre vlastníkov, akcionárov ako aj veriteľov podstatné poznať aká je hodnota podniku.

Určenie hodnoty podniku nie je jednoduchý proces, skladá sa z viacerých častí ktoré na seba navzájom nadväzujú a prelínajú sa. Nato aby mohol byť podnik správne a čo najpresnejšie ocenený je potrebné pracovať s čo najväčším počtom vstupných údajov z dôverných zdrojov. Pri nezistení podstatnej informácie na začiatku oceňovania môže byť ocenenie veľmi skreslené. Ocenenie je založené na strategickej a finančnej analýze podniku. Potom prichádza zostavenie finančného plánu na základe ktorého sa neskôr stanoví hodnota podniku. Hodnota podniku sa dá určiť viacerými spôsobmi a práve to aká metóda sa použije do veľkej miery ovplyvňuje strategická a finančná analýza. Ocenenie podniku je do určitej miery tvorivý proces, zohľadňuje sa v ňom i subjektívny pohľad oceňujúceho ako aj jeho postoje a názory.

Témou diplomovej práce je stanovenie hodnoty spoločnosti, ktorá sa zaoberá predajom a distribúciou elektriny a zemného plynu. Hodnota tejto spoločnosti bude stanovená výnosovými metódami a to metódou diskontovaných peňažných tokov (DCF) a metódou ekonomickej pridanej hodnoty (EVA).

Ciele práce a metódy spracovania

Hlavný cieľ tejto diplomovej práce je stanoviť hodnotu analyzovanej spoločnosti, ktorá sa zaoberá predajom a rozvodom elektriny a rozvodom, distribúciou a predajom zemného plynu. Hodnota spoločnosti bude stanovená k 1.1.2015. Pri ocenení budú použité výnosové metódy, metóda diskontovaného peňažného toku (DCF) a metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA). Účel stanovenia hodnoty podniku je poskytnutie informácie majiteľom spoločnosti.

Čiastočné ciele:

- Spracovanie strategickej analýzy: analýza relevantného trhu, analýza makroprostredia (PEST analýza) a mikroprostredia (7S Stratégia, Porterova analýza piatich síl). Spracovanie SWOT analýzy.
- Spracovanie finančnej analýzy: vertikálna analýza účtovných výkazov, horizontálna analýza účtovných výkazov, analýza ukazovateľov rentability, aktivity, likvidity a zadĺženia.
- Predikcia generátorov hodnôt.
- Zostavenie finančného plánu – plánovaný výkaz ziskov a strát, plánovaný výkaz peňažných tokov, plánovaná súvaha Spoločnosti.
- Stanovenie priemerných vážených nákladov s využitím modelu CAPM.
- Aplikácia výnosových metód pre stanovenie hodnoty Spoločnosti.
- Výsledné ocenenie metódou diskontovaných peňažných tokov (DCF) a metódou ekonomickej pridanej hodnoty (EVA).

Použitie výnosových metód pre potreby ocenenia Spoločnosti bolo zvolené na základe predpokladaných záverov strategickej a finančnej analýzy. Predpokladá sa trvalé pokračovanie chodu Spoločnosti bez podstatných prekážok, ide o princíp „going concern“.

V diplomovej práci budú použité nasledujúce metódy:

- ***Analýza:*** je myšlienkový rozklad celkového javu ktorý je skúmaný/pozorovaný na menšie časti. Menšie časti sa potom ďalej analyzujú. Analýza bude použitá pri spracovaní strategickej aj finančnej analýzy.
- ***Syntéza:*** je opak analýzy. Ide o myšlienkové spájanie menších, jednotlivých častí do jedného celku. Pomocou syntézy je možné pochopiť vzájomné súvislosti určitých javov. Syntézu bude v práci predstavovať SWOT analýza, ktorá bude spájať zistené poznatky zo strategickej a finančnej analýzy.
- ***Komparácia:*** je metóda ktorá stanovuje rovnaké a odlišné stránky určitých javov, procesov či ukazovateľov. Vo finančnej analýze bude zobrazené porovnanie rôznych ukazovateľov pre Spoločnosť a jej konkurentov.

Ďalšími použitými metódami sú:

- ***Historická metóda:*** skúma minulý vývoj a analyzuje ako sa vyvíjal určitý proces v minulosti. Využitie historickej metódy bude pri strategickej analýze makroekonomického prostredia – vývoj HDP, inflácie, úrokových miery, nezamestnanosti a cien.
- ***Štatistické metódy:*** skúmajú vzťahy, väzby a prepojenia medzi jednotlivými prvkami. Pri prognóze tržieb použité regresnej analýzy.
- ***Logicko – systematická metóda:*** pripojuje nové poznatky a fakty k už zisteným skutočnostiam. Nové poznatky a fakty sa ďalej analyzujú a prinášajú opäť ďalšie nové skutočnosti. Využitie pri predikcií generátorov hodnôt.

- ***Analyticko – systematická metóda*** je kombináciou metódy analýzy a metódy syntézy. Využitie pri konštatovaní o budúcom vývoji podniku v rámci fundamentálnej analýzy.(Geršlová,2009)

Teoretická časť

1.Vymedzenie pojmov

Podnik

„Podnikom sa na účely tohto zákona rozumie súbor hmotných, ako aj osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku patria veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku alebo vzhľadom na svoju povahu majú tomuto účelu slúžiť.“ (Zákon č. 513/1991 Zb., Obchodný zákonník)

Hodnota podniku

Hodnota podniku je daná jeho úžitkom ktorý prináša. Je preto nutné uvažovať komu a aký úžitok prináša.

Odpoďami na tieto otázky riešia dve koncepcie, podľa:

- vlastníckeho princípu
- koncepčného princípu

Hladina hodnoty podniku

Podnik je možné oceňovať na rôznych hladinách, respektíve úrovniach:

- Hodnota brutto – vyjadruje hodnotu podniku ako celku, zahŕňa v sebe hodnotu pre veriteľov ako aj hodnotu pre vlastníkov.
- Hodnota netto – vyjadruje hodnotu podniku iba na úrovni vlastníkov podniku. Z toho vyplýva že oceňovaný je vlastný kapitál.(Mařík, 2007)

Vlastnícky prístup

Vlastnícky prístup je často označovaný ako koncept shareholder value. Základom vlastníckeho prístupu je rozhodujúca úloha vlastníka. Investujú kapitál do podnikania bez záruky návratnosti a zhodnotenia a podstupujú riziko straty investovaného kapitálu. Preto podľa tohto konceptu majú právo nato aby podnik sledoval práve ich ciele. Aby bolo možné zvyšovať hodnotu majetku je nutné zabezpečiť rast zisku.

Ak sa podniku naskytne investičná príležitosť a podnik je stabilný, vlastníci sú ochotní ponechať vytvorený zisk k ďalšiemu investovaniu. Vďaka novým investíciám očakávajú vyššie zhodnotenie a vyšší zisk v budúcnosti.

V opačnom prípade ak podnik už vyčerpal všetky svoje investičné príležitosti, požadujú vyplatenie zisku formou podielu na zisku.

Tento princíp je rozšírený najmä v anglosaských krajinách. Je to princíp tvorby hodnoty pre vlastníkov a hovorí o tom že cieľom podnikania je zvyšovanie bohatstva vlastníkov jednotlivých podnikov.

Participačný princíp

Participačný princíp je často označovaný ako koncept stakeholder value. Ide o teóriu spoluúčasti. Podstatou tohto princípu je vnímanie podniku ako množiny vzťahov osôb zainteresovaných na podnikaní (vlastníci, zamestnanci dodávateľa, odberatelia, štát). Tieto skupiny na rozdiel od vlastnickeho princípu môžu sledovať rôzne ciele. Preto nie je možné jednoznačne určiť ktorý z konceptov by bol najvhodnejší pre riadenie podniku.

Je nevyhnutné si uvedomiť nasledujúce:

- 1) Vlastníci si najímajú manažérov k zastupovaniu, tí potom plnia ciele vlastníkov. Riadia sa pokynmi vlastníkov a nevášajú do podniku tvorivý potenciál.
- 2) Penzijné fondy, investičné spoločnosti, poisťovne hľadajú príležitosti pre umiestnenie a zhodnotenie svojho kapitálu. Nie je vhodné ich považovať za strategických vlastníkov rozvíjajúcich potenciál podniku. Ich záujem je zvyčajne krátkodobého charakteru.
- 3) Podnik potrebuje kvalifikovaných zamestnancov, ktorí sú hybnou silou inovácií a rozvoja podniku. Preto je veľmi dôležité uspokojovanie ich požiadaviek a záujmov.
- 4) Rovnako dôležití sú pre podnik zákazníci. Podnik by mal vyhodnocovať význam jednotlivých zákazníkov a zamerať sa na zvyšovanie ich počtu, spokojnosti a vernosti.
- 5) Čoraz viac podnikov sa snaží zvyšovať svoju spoločenskú zodpovednosť – sociálnu zodpovednosť, enviromentálnu zodpovednosť a etiku podnikania. Náklady ktoré podnikom vzniknú v dôsledku zvyšovania spoločenskej zodpovednosti sa môžu v budúcnosti prejavíť v dodatočných výnosoch u zákazníkov so spoločenským, sociálnym a enviromentálnym cítením.

Z vyššie uvedeného vyplýva prevaha ekonomických cieľov v rozhodovaní aj v koncepte stakeholder value, avšak ekonomické ciele sú základom konceptu shareholder value. (Režňáková, 2012)

2. Metódy oceňovania podniku

Najčastejšie používané sú tri okruhy oceňovacích metód:

- 1) Metódy založené na analýze výnosov podniku
 - Metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF)
 - Metóda kapitalizovaných čistých výnosov
 - Kombinované výnosové metódy
 - Metóda ekonomickej pridanej hodnoty

- 2) Metódy založené najmä na analýze aktuálnych cien na trhu
 - Ocenenie na základe tržnej kapitalizácie
 - Ocenenie na základe porovnateľných podnikov
 - Ocenenie na základe údajov o podnikoch, ktoré sa uvádzajú na burzu
 - Ocenenie na základe porovnateľných transakcií
 - Ocenenie na základe odvetvových multiplikátorov

- 3) Metódy založené na ocenení jednotlivých položiek majetku
 - Účtovná hodnota vlastného kapitálu na základe historických cien
 - Substančná hodnota na základe reprodukčných cien
 - Substančná hodnota na základe úspory nákladov
 - Likvidačná hodnota
 - Majetkové ocenenie na základe tržných hodnôt (Mařík, 2007)

3. Strategická analýza

Hlavnou funkciou strategickej analýzy je určiť celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál sa odvíja od vonkajšieho a vnútorného potenciálu. Vonkajší potenciál je možné súhrnne kvalitatívne vyjadriť rizikami a šancami, ktoré pôsobia na podnik z okolitého prostredia. Vnútorný potenciál vyjadruje do akej miery je podnik schopný využiť šance vonkajšieho prostredia a čeliť jeho rizikám. Vnútorný potenciál sa vyjadruje pomocou silných a slabých stránok, pri čom je dávaný dôraz na otázku či má podnik nejakú podstatnú konkurenčnú výhodu.

Strategická analýza by mala poskytnúť odpovede na otázky:

- Aká je perspektíva podniku z dlhodobého hľadiska?
- Aký vývoj podnikových tržieb, trhu, konkurencie môže podnik očakávať?
- Aké sú riziká viažuce sa na podnik? (Mařík, 2007)

3.1 Analýza vonkajšieho potenciálu

Makrookolie tvorí politický, ekonomický, technologický a sociálny rámec v ktorom podnik pôsobí. Úroveň s akou sa dokáže podnik vyrovnáť s týmito vplyvmi často predstavuje zásadný faktor ovplyvňujúci úspešnosť podniku. Podnik nemá možnosť stav okolia ovplyvňovať, ale svojim rozhodovaním naň môže aktívne reagovať. (Sedláčková, Buchta, 2006)

3.1.1 PEST ANALÝZA

Účelom analýzy PEST je odpovedať na tri základné otázky:

- Ktoré z vonkajších faktorov ovplyvňujú podnik alebo jeho časť?
- Aké sú možné účinky týchto faktorov?
- Ktoré sú v blízkej dobe najdôležitejšie? (Grasseová, 2012)

Politické a legislatívne faktory

Politické a legislatívne faktory pôsobia na príležitosti a hrozby v okolí podniku. Ide napríklad o zahraničnú stabilitu, národnú politickú situáciu, členstvo krajiny v EÚ, politickú stabilitu v krajine (stabilita a forma vlády, kľúčové orgány a úrady, vplyv politických osobností, politické strany), politický postoj. Politické obmedzenia sa týkajú každého podniku prostredníctvom zákonov, protimonopolných zákonov, regulácie importu a exportu, ochrany životného prostredia či ochranou domácich podnikateľských subjektov. Antitrustové zákony môžu zabrániť podnikom v dosahovaní dominantného postavenia na trhu. Regulácia v oblasti znečisťovania ovzdušia nabáda podniky k zmenám technológií. Existencia množstva zákonov, právnych noriem a vyhlášok vymedzuje priestor pre podnikania a ovplyvňuje budúcnosť podniku.

Ekonomické faktory

Ekonomické faktory vyplývajú zo základných smerov ekonomického rozvoja a sú charakterizované stavom ekonomiky. Rozhodovanie podniku je vo veľkej miere ovplyvňované vývojom makroekonomických trendov, najmä ekonomického charakteru.

Základnými indikátormi stavu makroekonomického okolia sú:

- miera ekonomického rastu
- úroková miera
- výmenný kurz
- miera inflácie

Miera ekonomického rastu má priamy dopad na úroveň hrozieb a príležitostí podniku. Ekonomický rast umožňuje ľahšie čeliť konkurenčnému tlaku vo vnútri mikrookolia prostredníctvom zvýšenej spotreby. Naopak ekonomický pokles vedie k zníženiu spotreby, tým sa zvyšuje konkurenčný tlak a tvorí sa hrozba nižšej ziskovosti. Vo vyzretom mikrookolí je ekonomický pokles často príčinou cenovej vojny. Zmeny v ekonomike sa dajú len ťažko predvídať, preto je potrebné aby si manažéri včas uvedomili aký výhľad má ekonomika štátu.

Úroková miera je dôležitá v každom podniku kde si podnikatelia požičiavajú peniaze. Väčšinou ide o pôžičky na financovanie rozvoja podniku. Úroková miera ktorá rastie je pre podnik hrozbou a klesajúca naopak príležitosťou. Úroková miera určuje i náklady pre podnik. Náklady bývajú jedným z hlavných faktorov pri rozhodovaní podniku.

Výmenný kurz eura vyjadruje pomer eura k jednotke meny druhej zeme. To ako sa pohybuje devízový kurz má priamy dôsledok na konkurenčnú schopnosť podniku na celosvetovom trhu. Ak je hodnota eura voči ostatným menám nízka, tak produkty vyrobené na Slovensku sú v porovnaní s výrobkami v iných krajinách lacnejšie. Nízka hodnota eura obmedzuje hrozbu zahraničných konkurentov a tvorí príležitosť pre zvýšenie predaja do ostatných krajín.

Miera inflácie vplyva na ekonomický rast, úrokovú mieru a devízový kurz. Spôsobuje neistotu predpovede budúceho vývoja. Takáto neistota vedie podniky k nechote investovať. Vysoká inflácia znamená pre podnik hrozbu a nízka hladina inflácie tlačuje ekonomickú aktivitu. (Dedouchová, 2001)

Sociálne faktory

Sociálne faktory je možné chápať ako:

- demografické charakteristiky (veľkosť populácie, veková štruktúra, geografické rozloženie či etnické rozdelenie)
- makroekonomické charakteristiky trhu práce (rozdelenie príjmov, nezamestnanosť)
- sociálno-kultúrne aspekty (životná úroveň, populačná politika, rovnoprávnosť pohlaví)
- dostupnosť pracovnej sily
- pracovné zvyklosti (dostupnosť zamestnancov, existencia vzdelávacích inštitúcií, diverzia pracovnej sily) (Grasseová, 2012)

Technologické prostredie

Aby sa podnik vyhol zaostalosti a preukázal inovačnú činnosť musí byť informovaný o technologických a technických zmenách v okolí podniku. Technické a technologické zmeny môže veľmi výrazne ovplyvniť okolie v ktorom sa podnik pohybuje. Podnik pravdepodobne dosiahne konkurenčnú výhodu ak bude vedieť správne predpovedať smer technického rozvoja. (Sedláčková, Buchta, 2006)

Popri uskutočňovaní analýzy PEST je možné využiť ďalšie metódy ako:

- teória scenárov
- komparačná analýza
- trendová analýza
- extrapolácia
- historická analógia
- expertné metódy

Pre kvantitatívnu analýzu a predikciu sú využiteľné modely časových radov. Vypracovanie vychádza z minulých hodnôt pomocou ktorých sa predikuje budúci vývoj.

Pre využitie kvantitatívnych modelov je potrebné dodržať nasledujúce kroky:

- a) zvoliť objekt a jeho parametre
- b) vytvoriť súbor potrebných dátových súborov
- c) vyhodnotiť získané dáta
- d) preveriť grafický priebeh dát
- e) upresniť alternatívy modelu
- f) overiť modely a pomocou minimálnej chyby vybrať najvhodnejší
- g) dopočítať retrospektívne prognózu a zhodnotiť chybu
- h) generovať budúcu predikciu
- i) pravidelne preverovať model podľa aktualizácie dát (Grasseová, 2012)

3.2 Analýza vnútorného potenciálu

To v akom odvetví podnik pôsobí je veľmi dôležité. V prípade oceňovania podniku má táto analýza mimoriadny význam, ide o :

- identifikáciu základných charakteristík odvetvia
- prognózu vývoja odvetvia v ktorom podnik pôsobí

Charakteristické znaky odvetvia:

- citlivosť na zmeny hospodárskeho cyklu
- miera regulácie od štátu – bariéry vstupu do odvetvia
- štruktúra odvetvia

Prognóza vývoja odvetvia

Pre prognózu odvetvia je smerodajný historický vývoj odvetvia, ten sa zameriava najmä na porovnanie minulého vývoja tržieb, cien akcií a ziskov. Je nutné pozorovať základné vývojové línie spojené s inovačnými cyklami. Táto skutočnosť je pri ocenení veľmi dôležitá, pretože správne stanovenie tempa rastu patrí k najdôležitejším momentom pri ocenení podniku. Stanovenie dĺžky obdobia na ktoré sa idú prognózovať tržby a ziskovej volatility je pri prognóze nevyhnutné. V týchto skutočnostiach musí byť zohľadnený aj vývoj úrokových mier, devízových kurzov ale aj politickej situácie. (Kislingerová, 1999)

3.2.1 Porterov model piatich síl

Porterov model je nástrojom skúmania konkurenčného prostredia. Cieľom tohto modelu je dokázať pochopiť sily, ktoré v tomto prostredí pôsobia. Podnik ktorý chce byť úspešný musí vedieť rozpoznať tieto sily, vyrovnat' sa s nimi, reagovať na ne a snažiť sa zmeniť ich pôsobenie v prospech podniku.

Konkurenčná sila vyplývajúca z rivality medzi konkurenčnými podnikmi

Sila konkurencie závisí od toho akú energiu vkladajú konkurenti do snahy posilniť svoju pozíciu na trhu. Pri tom využívajú svoju konkurenčnú stratégiu. Konkurenčná stratégia ktorá sa snaží o dosiahnutie tržného úspechu. Obsahuje rôzne ofenzívne akcie smerujúce k získaniu lepšej pozície na trhu, výhod oproti konkurentom ale aj defenzívne ťahy smerujúce k obrane súčasnej pozície. Ak jeden z konkurentov urobí určitý strategický ťah je možné očakávať že ostatní naň zareagujú buď ofenzívnym alebo defenzívnym ťahom. Medzi konkurenčné nástroje patrí cena, služby, kvalita, garancie, záruky, reklamné kampane, akcie na podporu predaja, nové výrobky a podobne.

Hlavné princípy konkurenčnej rivality:

- a) Agresívna konkurenčná stratégia jedného konkurenta vyvolá zintenzívňovanie konkurenčných tlakov na ostatných konkurentov.
- b) Spôsob akým sú použité konkurenčné nástroje jednotlivých konkurentov v snahe získať výhodu určuje konkurenčné pravidlá v odvetví.

Faktory ovplyvňujúce veľkosť rivality medzi konkurentami v odvetví:

- počet a veľkosť konkurentov v konkurenčnom okolí
- miera rastu trhu
- vysoké fixné náklady
- diferenciacia produktov
- výstupné bariéry v odvetví
- akvizícia slabších podnikov
- globálny zákazníci

Hrozba substitučných výrobkov

Podnik v odvetví kde sú substitúty častým problémom (napr. potravinárstvo) sa venuje tejto hrozbe vo veľkej miere. Ak sa stane substitút kvôli svojej cene a výkonu príťažlivejší, tak niektorí nakupujúci odvrátia svoju priazeň od pôvodného výrobku.

Konkurenčná sila vyplývajúca z hrozby substitučných výrobkov je determinovaná faktormi ako:

- relatívna výška cien substitútov
- diferenciacia substitútov
- náklady na zmenu

Konkurenčná sila plynúca z hrozby substitútu je tým väčšia, čím nižšia je ich cena, čím vyššia je ich kvalita a čím nižšie sú náklady prechodu zákazníka. Substitúty dávajú strop cenám. Ak budú ceny príliš vysoké, prejdú kupujúci k substitútom.

Hrozba vstupu potenciálnych konkurentov

Riziko hrozby vstupu nových konkurentov do odvetvia závisí hlavne od dvoch faktorov:

- a) vstupných bariér
- b) očakávanej reakcie ostatných konkurentov

Čím nižšie bariéry vstupu do odvetvia, tým vyššia hrozba nových potenciálnych konkurentov. Ak ešte aj dôjde k rastu zisku vznikne záujem o vstup do tohto odvetvia. Ak ale neporastie dopyt po výrobkoch v súvislosti so zvýšenou kapacitou vyvolanou novým vstupom, tak zisky aj ceny pravdepodobne poklesnú.

Vstupné bariéry:

- úspory z rozsahu a skúsenostný efekt
- technológie a know-how
- znalosť značky a oddanosť zákazníkov
- kapitálová náročnosť

- absolútne nákladové výhody
- prístup k distribučným kanálom
- legislatívne opatrenia a štátne zásahy

Hrozba vstupu nových konkurentov limituje ceny a vyvoláva nové investície do vstupných bariér s cieľom odradiť potenciálnych konkurentov.

Vyjednávacia sila dodávateľov

Dôležitým faktorom nevyhnutným pre obor je sila a vplyv dodávateľov, pretože môžu spôsobiť znižovanie výnosnosti jednotlivých podnikov. Silní dodávatelia môžu znižovať zisky svojich odberateľov cez zvyšovanie ceny vstupov a znižovanie kvality. Vplyv dodávateľov je tým vyšší, čím vyššia je ich vyjednávacia sila.

Vyjednávacia sila je vysoká:

- a) ak je vstup pre odberateľov veľmi dôležitý – rozhodujúcim spôsobom ovplyvňuje kvalitu výstupu alebo tvorí podstatnú časť nákladov
- b) ak je odvetvie dodávateľov ovládané niekoľkými veľkými podnikmi
- c) ak sú vstupy tak jedinečné, diferencované, že je pre kupujúceho ťažké alebo nákladné prejsť od jedného k druhému dodávateľovi
- d) ak nie sú odberatelia dôležitými zákazníkmi pre dodávateľov, tak dodávatelia nemajú dôvod podporovať odvetvie odberateľov nižšími cenami

Vyjednávacia sila dodávateľov ovplyvňuje náklady pre vstupy, na suroviny alebo technológie.

Vyjednávacia sila kupujúcich

Silní kupujúci môže spôsobiť straty potenciálnych ziskov podniku v odvetví. Veľká sila na strane kupujúcich môže vyostriť konkurenčné vzťahy. Kupujúci môžu svoju silu využiť aj na zlepšenie kvality, výhodnejšie získanie úveru alebo lepšie platobné podmienky.

Vyjednávacia sila kupujúcich sa stáva významnou v situáciach:

- a) ak je malý počet zákazníkov, ale nakupujú veľké množstvá – množstevné rabaty
- b) ak sa obor skladá z veľkého počtu malých podnikov s malou vyjednávacou silou
- c) ak je nakupovaný predmet dostatočne šandarizovaný
- d) nákupy jedného zákazníka tvoria veľké percento z celkového odbytu v odvetví
- e) ak je hrozba integrácie kupujúcich väčšia ako hrozna integrácie dodávajúcich
- f) nakupovaný produkt nepredstavuje významný vstup

Vyjednávacie sila kupujúcich ovplyvňuje ceny. Pomocou vyjednávacej sily kupujúcich sa určuje akú mieru zisku ponechajú konkurentom v odvetví. Môžu ovplyvňovať aj náklady a investície. (Sedláčková, Buchta, 2006)

3.2.2 Analýza 7S faktorov

Stratégia

Stratégia podniku väčšinou vychádza z vízie a poslania firmy. Stratégia je charakterizovaná dlhodobým smerovaním podniku, jeho orientáciou, smerovaním k určitému cieľu a konkrétnymi možnosťami podniku, ktoré umožňujú uskutočňovať vytýčené ciele. Základný cieľ strategického riadenia managementu firmy je dosiahnutie konkurenčnej výhody v porovnaní s ostatnými firmami s cieľom uspokojenia trhu a očakávaní záujmových skupín – vlastníkov, managementu, pracovníkov firmy, štátnych orgánov, obchodných partnerov, bánk a podobne.

Podľa Portera existujú dve základné konkurenčné výhody:

- nízke náklady
- diferenciácia

To vedie k nasledujúcim stratégiám:

- stratégia založená na nízkych nákladoch „stratégia vodcovského postavenia v nízkych nákladoch“
- stratégia diferenciacie
- fokus stratégia – má dve varianty a to stratégiu zamerania pozornosti na náklady alebo na diferenciaciu

V podniku existuje celá hierarchická sústava stratégií. Na vrchole týchto stratégií je corporate stratégia, ktorá určuje v čom podnikat', ako podnikat'. Určuje základnú orientáciu podniku. Na corporate stratégiu nadväzuje business stratégia a najnižšie sa nachádza funkčná stratégia. Funkčnú stratégiu predstavuje marketingová stratégia, stratégia informačných systémov, výrobná stratégia a ďalšie.

Organizačná štruktúra podniku

Organizačná štruktúra podniku zabezpečuje rozdelenie úloh, právomocí a kompetencií medzi jednotlivými pracovníkmi organizácie.

Typy organizačných štruktúr:

- ***Líniová štruktúra:*** jeden útvar je nadriadený ostatným útvarom, jasná nadriadenosť a podriadenosť útvarov.
- ***Funkcionálna štruktúra:*** jeden vedúci je nadriadený niekoľkým špecializovaným vedúcim.
- ***Líniovo – štábná štruktúra:*** spojuje výhody predošlých dvoch štruktúr. Rešpektuje zmysel jednotného vedenia a potrebu špecializácie a odbornosti riadenia. Úlohou štábu je poskytovať služby a rady, ktoré potrebujú vedúci útvarov.
- ***Divizionálna štruktúra:*** vznikla vytvorením samostatných divízií. Každá divízia má svoj finančný, obchodný, prevádzkový a technický úsek.
- ***Maticovo – organizačná štruktúra:*** spojuje prvky divizionálnej a funkcionálnej štruktúry.

Nedá sa presne určiť ktorá organizačná štruktúra je najlepšia. Najlepšie usporiadanie je to ktoré vyhovuje danej situácii v podniku. Čím jednoduchšia organizačná štruktúra, tým menej skutočností ktoré sa môžu pokaziť.

Informačné systémy

Informačné systémy zahrňujú všetky informačné procedúry, ktoré prebiehajú v organizácii. Najnižší stupeň informačných systémov je zameraný na dobre definované problémy, kde prichádza k spracovávaniu dobre štrukturovaných a ostrých dát. Vyšší stupeň zoskupuje neostre informácie, prípadne individuálne informácie.

Štýl riadenia

Autoritatívny štýl riadenia je typický vylúčením ostatných pracovníkov z podieľania sa na riadení firmy. Vedúci pracovník získa informácie ktoré potrebuje od svojich podriadených a rozhodne sa sám. Ostatní nemajú ako ovplyvniť jeho rozhodnutie.

Demokratický štýl riadenia sa spája s vyššou mierou zapojenia podriadených na riadení podniku. Vedúci si ponecháva zodpovednosť pri konečných rozhodnutiach, ale podriadení majú právo vyjadriť sa. Komunikácia je teda dvojsmerná.

Štýl laissez – faire necháva zamestnancom určitú voľnosť. Zamestnanci si v skupine rozdelia postup práce. Komunikácia je prevažne horizontálne, medzi jednotlivými členmi skupiny.

Spolupracovníci

Zamestnanci (spolupracovníci) sú hlavným zdrojom zvyšovania výkonnosti, ale rovnako aj prevádzkovým rizikom podniku. Vedúci by mali poznať preferencie a sklony svojich zamestnancov ako aj ich motivačné zázemie. Pomocou vyššie spomenutých vecí sa dlhodobo tvorí kultúra podniku a image podniku.

Zdieľané hodnoty podniku

Kultúra firmy je tvorená súhrnom mýtov, predstáv, prístupov a hodnôt vo firme všeobecne zdieľaných a udržiavaných.

Schopnosti

V podniku by mal byť dôraz na rozvoj technickej a výrobnjej kvalifikácie zamestnancov. Manažéri by mali vyvíjať tlak na zvýšenie právnej, ekonomickej a informatickej gramotnosti seba aj svojich zamestnancov. Jeden z hlavných kľúčov úspechu je schopnosť rýchlo sa adoptovať. (Smejkal, Rais, 2013)

4. Analýza finančného zdravia spoločnosti

Prvým krokom analýzy finančného zdravia je finančná analýza podniku. Práve finančná analýza býva najdôležitejším nástrojom finančného riadenia. Preto je nutné aby bola finančná analýza vykonaná pred samotným ocenením podniku.

Finančná analýza plní pri oceňovaní podniku dve funkcie:

- preveruje finančné zdravie podniku
- pomocou finančnej analýzy sa tvorí základ pre finančný plán podniku

Je potrebné aby oceňovateľ dokázal vyvodit' závery ktoré budú prebraté do ocenenia, mal by vedieť:

- z finančného hľadiska doplniť predbežný výrok o perspektívnosti podniku
- doplniť podklady pre stanovenie rizika podniku
- preniknúť do hospodárenia oceňovaného podniku (Mařík, 2007)

4.1 Analýza súvahy

„Horizontálna a vertikálna analýza identifikuje kľúčové okamžiky vo vývoji finančnej situácií na pozadí udalostí v hospodárskom prostredí a v živote podniku.“ (Grünwald, 2007)

Horizontálna analýza sleduje vývoj položiek účtovných výkazov v čase. Podieľa sa na hodnotení stability a vývoji jednotlivých položiek. Hľadá odpoveď na otázku: Ako sa mení príslušná položka v čase? Analýza môže byť spracovaná buď medziročne alebo za niekoľko účtovných období.

Horizontálna analýza môže byť spracovaná dvoma spôsobmi:

- sledovanie relatívneho rastu hodnoty položky súvahy a výkazu ziskov a strát
– podielová analýza
- sledovanie absolútneho rastu hodnoty položky súvahy a výkazu ziskov a strát
– rozdielová analýza

Vertikálna analýza sleduje proporcionalitu položiek jednotlivých výkazov voči základnej veličine.

Hľadá odpovede na otázky:

Menia sa pri vývoji firmy vzájomné proporcie jednotlivých položiek?

Je štruktúra majetku, tvorby zisku a kapitálu stabilná?

Cieľom vertikálnej analýzy je určiť:

- podiel jednotlivých majetkových položiek na celkových aktívach
- podiel jednotlivých zdrojov financovania na celkových pasívach
- podiel jednotlivých položiek výkazu ziskov a strát na tržbách (Scholleová, 2012)

Pri analýze súvahy je potrebné sledovať:

- bilančnú sumu – jej stav a vývoj
- aktíva – ich štruktúru, vývoj a veľkosť jednotlivých zložiek
- pasíva – ich štruktúru, podiel vlastného kapitálu a úverov
- vzťahy medzi jednotlivými zložkami aktív a pasív

Pri analýze súvahy je nutné poznať účtovnú politiku, ide najmä o:

- metódy odpisovania – účtovné a daňové
- politiku v oblasti rezerv a opravných položiek
- politiku v oblasti oceňovania zásob – metóda FIFO alebo ocenenie založené na základe priemerných cenách
- prechodné aktíva a pasíva

Problémy pri analýze súvahy:

- a) skutočná kvalita dlhodobého majetku – ak robí ocenenie externý znalec nemusí vedieť dobre odhadnúť aká je reálna hodnota aktív.
- b) nehmotné aktíva – sú pomerne ťažko oceniteľné. V účtovných výkazoch nebýva uvedená ich najdôležitejšia časť – nebilancovateľné nehmotné aktíva.
- c) cenné papiere – potrebná analýza jednotlivých položiek portfólia.
- d) zásoby – dôležité sú zmeny úrovne zásob medzi jednotlivými obdobiami a zistiť príčinu ich zmeny. Je potrebné sledovať relácie medzi cenami ktorými sú zásoby ocenené.
- e) nadhodnotené pohľadávky

- f) podhodnotené záväzky – podhodnotenie môže plynúť zo:
- súdnych sporov
 - budúcich nákladov na ekologické škody
 - povinností plynúcich zo sociálnych záväzkov
 - riskantných úverov (Mařík, 2007)

Postup pri analýze súvahy:

- výpočet rozdielu medzi údajmi za dva po sebe nasledujúcimi obdobiami
- výpočet podielu (indexu) údajov za rok bežný a minulý
- každej položke sa priradí podiel (%) na celkových aktívach alebo pasívach

Horizontálna analýza sa používa najmä na deskripciu vývoja jednotlivých zmien vo finančnej situácii podniku. To ako sa správa management po finančnej stránke prezrádzajú hlavne absolútne a relatívne zmeny pasív.

4.2 Analýza výkazu ziskov a strát

Pri skúmaní výkazu ziskov a strát sú kritériá:

- podiel jednotlivých zložiek na celkových výkonoch, porovnanie s obvyklými hodnotami podielov u podobných podnikov
- vývoj podielu jednotlivých zložiek vo vzťahu k štandardnému podielu a výsledku hospodárenia.

Pri analýze výsledku hospodárenia sa odporúča zamerať sa zvlášť na prevádzkový výsledok hospodárenia a finančný výsledok hospodárenia. Prevádzkový výsledok hospodárenia je považovaný za najdôležitejší, pretože odráža jadro ekonomiky oceňovaného podniku. Finančný výsledok hospodárenia sa zameriava na spôsob akým je podnik financovaný a politiku v oblasti finančných investícií a finančného majetku.

Postup analýzy výkazu ziskov a strát:

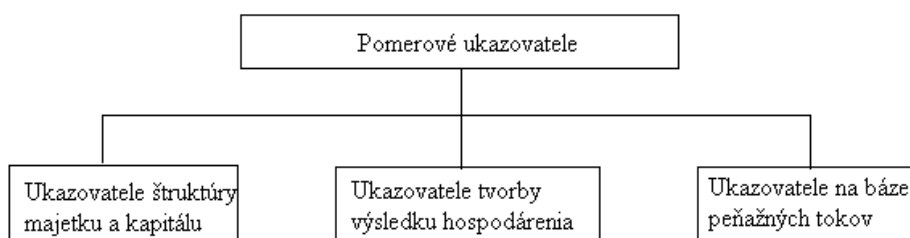
- medziročné indexy pomocou ktorých je možné odhaliť nerovnomernosti v zmenách položiek týkajúcich sa nákladov a výnosov
- percentný podiel jednotlivých zložiek na tržbách – zmena podielu môže znamenať zmenu v cenách, sortimente a ďalších položkách

Výkaz ziskov a strát je citlivý na vplyvy z vonkajšieho prostredia, či už ide o ceny, úroky alebo daň z príjmu. Citlivosť sa prejavuje aj na úrovni samotného podniku napríklad pri vývoji objemu predaja, cien, technologických zmien a zmien vo výrobnom sortimente.

4.3 Analýza pomerových ukazovateľov

Pomerové ukazovatele sú najčastejšie využívaným postupom pri rozbere účtovných výkazov. Analýza pomerovými ukazovateľmi vychádza iba zo základných účtovných výkazov. Pomerový ukazovateľ dáva do pomeru jeden alebo viacero účtovných položiek k inej položke alebo k skupine položiek z účtovných výkazov.

Schéma 1 Skupiny pomerových ukazovateľov



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe Maříka

Prvá skupina ukazovateľov - štruktúry majetku a kapitálu je zostavovaná na základe súvahy a najčastejšie sa vzťahujú k ukazovateľom likvidity, pretože sa zameriavajú na vzájomný vzťah súvahových položiek, ktoré svedčia o viazanosti zdrojov financovania v rôznych položkách majetku.

Druhá skupina ukazovateľov – tvorby výsledku hospodárenia vychádzajú z výkazu ziskov a strát a skúmajú výnosy, náklady a štruktúru výsledku hospodárenia podľa oblasti v ktorej bol výsledok hospodárenia generovaný.

Tretia skupina ukazovateľov – na báze peňažných tokov sú zamerané na pohyb finančných tokov. Ukazovatele na báze peňažných tokov bývajú často súčasťou analýzy úverovej spôsobilosti.

Časté delenie pomerových ukazovateľov je na:

- ukazovatele likvidity
- ukazovatele rentability
- ukazovatele zadlženosti
- ukazovatele aktivity
- ukazovatele tržnej hodnoty (Růčková, 2012)

4.3.1 Ukazovatele likvidity

Nedostatok likvidity vedie k tomu že podnik nie je schopný využiť ziskových príležitostí alebo nie je schopný uhradiť svoje bežné záväzky, čo môže neskôr vyústiť v platobnú neschopnosť a spôsobiť bankrot. Pre management podniku môže nedostatok likvidity znamenať zníženie ziskovosti, nevyužitie príležitostí, strata kontroly nad podnikom alebo stratu kapitálových investíc. Naopak vlastníci preferujú nižšiu úroveň likvidity. Veritelia budú spojovať nedostatok likvidity s odkladom inkasovania istiny a úrokov.

Likvidita je dôležitá z hľadiska finančnej rovnováhy. Iba dostatočne likvidný podnik je schopný uhrádzať svoje záväzky včas a v plnej výške. Na druhú stranu enormne vysoká miera likvidity je nepriaznivá pretože finančné prostriedky sú viazané v aktívach, ktoré nepracujú v prospech zhodnocovania finančných prostriedkov. Je potrebné nájsť vyváženú mieru likvidity pomocou ktorej je možné zabezpečiť zhodnotenie prostriedkov ale aj schopnosť splácať svoje záväzky. (Růčková, 2011)

Medzi ukazovatele likvidity patrí:

- $\text{bežná likvidita} = \frac{\text{Obežná likvidita}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$
- $\text{pohotová likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva-zásoby}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$
- $\text{okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peňažné prostriedky}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$
- $\text{pracovný kapitál} = \text{obežné aktíva} - \text{krátkodobý cudzí kapitál}$

Výhody ukazovateľov likvidity:

- jednoduchosť
- zrozumiteľnosť
- rozšírené v praxi

Nevýhody ukazovateľov likvidity:

- statickosť
- nie je braná v úvahu priama obrátka aktív
- ťažko teoreticky zdôvodniť ich výšku
- závislosť na spôsobe ocenenia aktív a pasív (Mařík, 2007)

Okamžitá likvidita je často označovaná ako likvidita 1.stupňa alebo „cash ratio“. Pod okamžitú likviditu patria iba najlikvidnejšie položky – peniaze na bankovom účte, iných účtoch a pokladnica, ale aj voľne obchodovateľné cenné papiere a šeky. Doporučovaná hodnota prevzatá z americkej literatúry je v rozmedzí 0,9 – 1,1.

Pohotová likvidita označovaná aj likvidita 2.stupňa alebo „acid test“. Pohotová likvidita by mala dosahovať hodnoty 1-1,5. Ak by podnik dosiahol hodnotu pohotovej likvidity 1, znamenalo by to že je schopný vyrovať svoje záväzky bez toho aby musel predať svoje zásoby. Značný objem obežných aktív viazaných vo forme pohotových prostriedkov prináša minimálny alebo nulový úrok. Nadmerná výška obežných aktív povedie k neproduktívnemu využívaniu peňažných prostriedkov ktoré boli do podniku vložené a negatívne ovplyvňuje celkovú výnosnosť vložených prostriedkov.

Bežná likvidita označovaná ako likvidita 3.stupňa alebo „current ratio“. Vypovedá o tom koľkokrát pokrývajú obežné aktíva krátkodobé záväzky podniku. Čím vyššia hodnota ukazovateľa bežnej likvidity, tým je pravdepodobnejšie zachovanie platobnej

schopnosti podniku. Hodnoty v ktorých by sa mal pohybovať ukazovateľ bežnej likvidity sú 1,5-2,5. (Růčková, 2011)

4.3.2 Ukazovatele rentability

Pomocou rentability sa meria schopnosť podniku vytvárať nové zdroje, dosahovať zisk tým že použije investovaný kapitál. V čitateli sa zvyčajne vyskytuje položka ktoré zodpovedá výsledku hospodárenia a v menovateli je nejaký druh kapitálu. (Růčková, 2011)

Rentabilita celkového vloženého kapitálu ROA

$$ROA = \frac{\text{zisk}}{\text{celkový vložený kapitál}}$$

Ukazovateľ ROA odráža celkovú výnosnosť kapitálu bez ohľadu nato z akého zdroja je kapitál financovaný. Používa sa na merania celkovej efektívnosti. Celkový vložený kapitál predstavuje časť na strane aktív a teda pod týmto pojmom rozumieme celkové aktíva. Väčší problém je ale s vymedzením zisku. Veľmi rozšírený je zisk pred daňou z príjmov a nákladovými úrokmi EBIT. Je nutné poznamenať že niekedy sa pri EBIT neuvažuje s nákladovými úrokmi, ale s čistým úrokovým výnosom (rozdiel medzi výnosovými a nákladovými úrokmi). Častou možnosťou je aj čistý zisk (EAT) pred vyplatením dividend. (Režňáková, 2012)

Rentabilita celkového investovaného kapitálu

$$ROCE = \frac{\text{zisk}}{\text{dlhodobé dlhy + vlastný kapitál}}$$

Do tohto ukazovateľa vstupujú dlhodobé dlhy do ktorých patria aj emitované obligácie, vlastný kapitál a dlhodobé bankové úvery. Ide o to že kategóriu investovaného kapitálu predstavuje súčet prostriedkov od akcionárov a prostriedkov od veriteľov. Vyjadruje ako efektívne dokáže spoločnosť hospodáriť. (Růčková, 2011)

Rentabilita vlastného kapitálu

$$ROE = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastný kapitál}}$$

Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu vyjadruje výnosnosť kapitálu vloženého akcionármi a vlastníkmi podniku.

Pri analýze činiteľov ROE vystupujú aj ďalšie faktory:

- miera zadlženia a výška nákladových úrokov
- miera zdanenia zisku

Rentabilita tržieb

$$ROS = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}}$$

Tržby zahrňujú tržby z predaja tovaru a tržby z predaja vlastných výrobkov.

Použitie ukazovateľov rentability má aj svoje nedostatky ako napríklad:

- a) Výsledok hospodárenia je možné ovplyvniť účtovnými postupmi – metódami oceňovania zásob, odpisovaním dlhodobého majetku, rezervami.
- b) Výnosy - je možné aby podnik dosahoval rast výnosov ako aj rast zisku z predaja vlastného majetku, pri čom v skutočnosti môže dochádzať k likvidácii majetkovej podstaty podniku.
- c) Rovnako môže dosahovať úsporu nákladov, ktorá môže viesť k strate kľúčových zákazníkov, zamestnancov alebo inovačného potenciálu.
- d) Vplyv inflácie.
- e) Zisk je možné dosiahnuť aj pomocou špekulácií na trhu.

- f) Výsledok hospodárenia a investovaný kapitál sú rozdielne ocenené. Výsledok hospodárenia je evidovaný v bežných cenách. Naopak investovaný kapitál je evidovaný v historických cenách. Tým dochádza k vylepšovaniu ukazovateľov rentability. (Režňáková, 2012)

4.3.3 Ukazovatele zadlženosti

Zadlženosťou sa rozumie skutočnosť kedy podnik používa na financovanie aktív cudzie zdroje. Podnik v reálnej ekonomike nevyužíva financovanie čisto len z cudzích zdrojov alebo vlastných zdrojov. Ak by spoločnosť financovala aktíva iba pomocou vlastného kapitálu prinášalo by to zníženie celkovej výnosnosti vloženého kapitálu. Pri financovaní iba cudzími zdrojmi by spoločnosť narazila na problém pri jeho získaní.

Ukazovateľ veriteľského rizika (debt ratio)

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{cudzí kapitál}}{\text{celkové aktíva}}$$

Čím vyššia je hodnota debt ratio, tým väčšie je riziko veriteľov. U finančne stabilného podniku môže však dočasný rast zadlženia spôsobiť zvýšenie celkovej rentability vložených prostriedkov.

Koeficient samofinancovania (equity ratio)

$$\text{Equity ration} = \frac{\text{celký kapitál}}{\text{celkové aktíva}}$$

Je považovaný za jeden z najpodstatnejších ukazovateľov zadlženosti pre hodnotenie finančnej situácie. Vyjadruje pomer v akom sú aktíva financované peniazmi akcionárov.

Ukazovateľ úrokového krytia

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

Ukazovateľ vyjadruje koľkokrát je zisk vyšší ako úroky. V zahraničí je odporúčaná hodnota trojnásobok a viac. Táto podmienka je z toho dôvodu že podniky ktoré dosahujú vyššieho rastu tržieb sú schopné využívať cudzí kapitál vo väčšom rozsahu pretože budú schopné platiť fixnú časť úrokov. Znak blížiacieho sa úpadku môže byť neschopnosť platiť úrokové platby zo zisku. (Růčková,2011)

4.3.4 Ukazovatele aktivity

Odpovedajú na otázku ako podnik hospodári s aktívami, zložkami aktív a ako vplýva hospodárenie na likviditu a výnosnosť.

Obrat celkových aktív

$$OA = \frac{\text{tržby}}{\text{aktíva celkom}}$$

Vypovedá o rýchlosti obratu aktív a ich primeranosti vzhľadom k veľkosti celkových výstupov.

Ukazovateľ obratovosti zásob

$$\text{Obratovosť zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{priemerný stav zásob}}$$

Doba obratu zásob

$$DO \text{ zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{priemerné denné tržby}}$$

Je odvodeným ukazovateľom od ukazovateľa obratovosti zásob. Vyjadruje ako dlho sú obežné aktíva viazané vo forme zásob. Čím vyššia obratovosť zásob a kratšia doba obratu zásob tým lepšie sa podniku darí. V súčasnosti sa veľa podnikov snaží riadiť metódou just in time.

Ukazovateľ obratovosti pohľadávok

$$\text{Ukazovateľ obratovosti zásob} = \frac{\text{tržby}}{\text{pohľadávky}}$$

Doba obratu pohľadávok

$$\text{DO pohľadávok} = \frac{\text{pohľadávky z obchodného styku}}{\text{priemerné denné tržby}}$$

Vyjadruje za ako dlho sú pohľadávky splatené. Ak je doba obratu pohľadávok dlhšia ako bežná doba splatnosti faktúr znamená to že obchodní partneri nedodržiavajú úverovú politiku.

Ukazovateľ obratovosti záväzkov

$$\text{Ukazovateľ obratovosti záväzkov} = \frac{\text{tržby}}{\text{záväzky}}$$

Doba obratu záväzkov

$$\text{DO záväzkov} = \frac{\text{záväzky z obchodného styku}}{\text{priemerná denná hodnota nákupu}}$$

Ukazovateľ hovorí o tom za aký čas sú splácané záväzky podniku. Doba obratu záväzkov by mala byť vyššia ako doba obratu pohľadávok z dôvodu udržania finančnej rovnováhy. (Mařík, 2007)

5. Prevádzkovo potrebné a nepotrebné aktíva

Pred samotným ocenením podniku by sa mali aktíva rozdeliť na prevádzkovo potrebné a prevádzkovo nepotrebné.

Dôvody prečo je dané rozdelenie potrebné:

- Určitú časť majetku nemusí podnik využívať a nemusia z neho plynúť žiadne alebo len veľmi malé príjmy (nevyužité pozemky). Pri ocenení takého typu majetku výnosovou metódou povedie buď k jeho podceneniu alebo nebude ocenení vôbec, čo ale nie je správne keďže má určitú svoju hodnotu.
- Aktíva ktoré prinášajú podniku určité príjmy ale nesúvisia so samotnou prevádzkou by sa mali vyčleniť. Dôvodom je že riziko s takého majetku môže byť iné ako riziko súvisiace s prevádzkou.
- Prevádzkovo potrebné aktíva sa oceňujú napríklad výnosovou metódou na základe výnosov ktoré z nich plynú alebo z pohľadu hodnoty jeho znovuzrodenia. Aktíva prevádzkovo nepotrebné by sa mali oceniť zvlášť.

Pre ocenenie neprevádzkových aktív sú nasledujúce možnosti:

- Aktíva z ktorých plynie výnos sa ocenia pomocou výnosových metód (obligácie).
- Aktíva ktoré sa dajú účelne prenajímať budú ocenené na základe výnosového ocenenia, pomocou princípu obvyklého nájomného.
- Ostatné prípady sa ocenia pomocou použitia tržnej hodnoty k dátumu ocenenia.
- Niekedy sa používa účtovná hodnota, hlavne v prípade nedostatku dát. Toto ocenenie je ale núdzové.

Najčastejšie neprevádzkové aktíva:

- Krátkodobý finančný majetok – peniaze, účty v bankách, krátkodobé cenné papiere.
- Dlhodobý finančný majetok – podiely v ovládaných a riadených osobách, podiely v účtovných jednotkách s podstatným vplyvom, ostatné cenné papiere a podiely, dlhové cenné papiere držané do splatnosti, pôžičky a úvery, ostatný dlhodobý majetok ako hnutel'né a nehnuteľné veci určené k prenájmu.
- Ostatné prevádzkovo nepotrebné aktíva – nehnuteľnosti neslúžiace k základnému účelu podniku, pohľadávky nesúvisiace s hlavnou činnosťou podniku, nepotrebné zásoby, nedobytné pohľadávky, príliš vysoké zásoby. (Mařík, 2007)

Prevádzkovo nutný investovaný kapitál

Prepočet prevádzkovo nutného investovaného kapitálu je upravený v dvoch smeroch:

- 1) Položky ktoré sú v danom podniku prevádzkovo nepotrebné sa vylúčia z aktív.
- 2) Obežné aktíva sa znižujú o záväzky, u ktorých nie je možné explicitne vyčíslit' ich náklady.

Prevádzkovo nutný investovaný kapitál sa skladá z prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a prevádzkovo nutného pracovného kapitálu ktorý je upravený.

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

Ak sa v podniku nachádzajú aktíva ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku je nutné zistiť či sa k nim viažu náklady alebo výnosy vykazované v rámci výkazu ziskov a strát. A áno je potrebné tieto náklady a výnosy vylúčiť z výsledku hospodárenia.

Týka sa to napríklad:

- tržieb a zostatkovej ceny predaného dlhodobého majetku a materiálu
- odpisov stavieb alebo zariadení, ktoré neslúžia k hlavnému podnikaniu

Naopak je nutné pridať náklady a výnosy ktoré sú spojené s prevádzkovými aktívami a to:

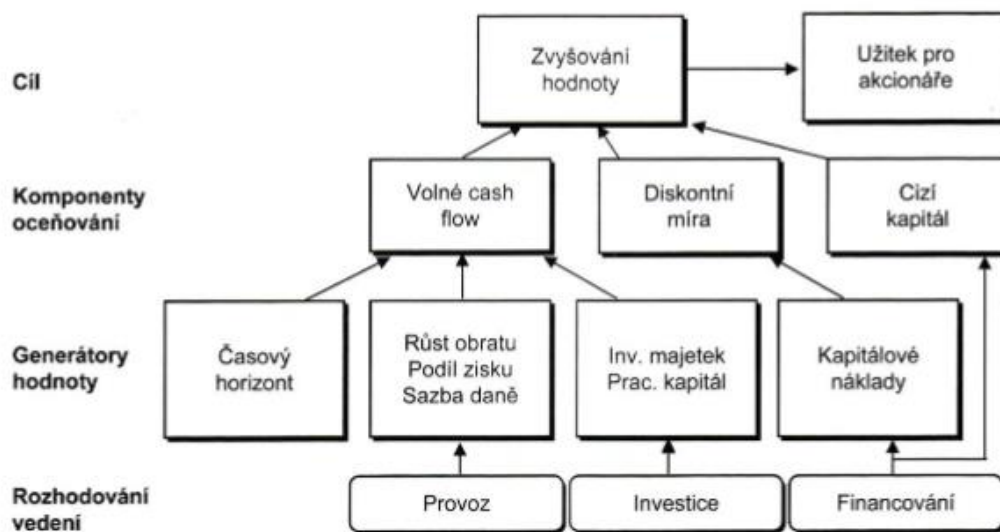
- výnosy z CP ak by zostali v prevádzkovo nutnom majetku
- finančné náklady ak by súviseli s prevádzkovo nutným majetkom alebo súviseli s bežnou prevádzkou

Korigovaný výsledok hospodárenia je výsledok hospodárenia generovaný prevádzkovo nutným investovaným kapitálom. (Mařík, 2007)

6. Generátory hodnoty podniku

Generátor hodnot je pojem pod ktorým sa rozumie súbor niekoľkých základných podnikovo - hospodárskych veličín, ktoré určujú hodnotu podniku.

Schéma 2 Generátory hodnoty podniku



Zdroj: Mařík, 2007, 125s.

Medzi generátory hodnot s ktorými sa pracuje pri ocenení podniku patria:

- Tržby a ich rast
- Marža prevádzkového zisku
- Investície do pracovného kapitálu
- Investície do dlhodobého prevádzkového nutného majetku
- Diskontná miera
- Spôsob financovania
- Obdobie na ktoré sa predpokladá generovanie pozitívneho peňažného toku

Tržby

Prognóza budúcich tržieb vychádza zo strategickej analýzy, táto prognóza by sa ale mala ďalej korigovať v závislosti od kapacitných možností podniku. Kapacita podniku sa dá považovať ako obmedzujúci faktor. (Mařík, 2007)

Prevádzková zisková marža

$$\text{Prevádzková zisková marža} = \frac{\text{Korigovaný provozný výsledok hospodárenia pred daňami}}{\text{Tržby}}$$

Prevádzková zisková marža je kľúčovým generátorom hodnoty. Preto nie je postačujúce ak je výsledok hospodárenia projektovaný ako rozdiel medzi odhadnutými tržbami a nákladmi. Odporúčaný spôsob je vypracovať prognózu ziskovej marže zhora a zdola a postupne ich medzi sebou zjednotiť.

a) Prognóza ziskovej marže zhora

- pomocou minulého vývoja vypočítame prevádzkový výsledok hospodárenia pred daňami a z neho následne odvodíme ziskovú maržu v percentuálnom vyjadrení
- ziskovú maržu minulého obdobia analyzujeme
- z analýzy ziskovej marže za minulé obdobie odhadneme ako sa budú vyvíjať hlavné faktory ktoré ju ovplyvňujú, následne na základe predpokladaného vývoja odhadneme budúce hodnoty ziskovej marže v percentách
- dopočítame korigovaný prevádzkový zisk v budúcnosti ako súčin prognózovaných tržieb a odhadnutej ziskovej marže

Minulý vývoj ziskovej marže → Faktory ovplyvňujúce ziskovú maržu → Prognóza faktorov → Prognóza ziskovej marže

b) Prognóza ziskovej marže zdola

- zostaví sa prognóza hlavných nákladových položiek ako náklady na predaný tovar, výkonová spotreba a osobné náklady. Uvedené položky môžu byť analyzované a prognózované formou podielu na tržbách.
- doplnenie menej dôležitých prevádzkových výnosových a nákladových položiek
- rozdielom prevádzkových výnosov a nákladov získame korigovaný prevádzkový zisk
- zo zisku a tržieb dopočítame ziskovú maržu

Pracovný kapitál

Obvyklý tvar pracovného kapitálu:

$$\text{pracovný kapitál} = \text{obežné aktíva} - \text{krátkodobé záväzky}$$

Pracovný kapitál s ktorým sa pracuje pri oceňovaní podniku má oproti obvyklému tvaru dve modifikácie:

- 1) Od obežných aktív sa odpočíta neúročený cudzí kapitál. Kritériom nie je teda doba splatnosti kapitálu, ale fakt či sme schopní na daný kapitál explicitne stanoviť náklady.

Výpočet upraveného pracovného kapitálu:

- = Krátkodobý finančný majetok
- + Zásoby
- + Pohľadávky
- Neúročené záväzky
- + Ostatné aktíva
- Ostatné pasíva

- 2) Všetky veličiny budú započítané len v rozsahu prevádzkovo nutnom. Do krátkodobého finančného majetku budú zahrnuté len peňažné prostriedky potrebné pre hladký chod podniku. Výška tejto položky bude dopočítaná ako súčin výšky likvidity 1.stupňa a krátkodobých záväzkov.

Náročnosť investícií do dlhodobého majetku

Plánovanie investícií je často najzložitejšou časťou analýzy generátorov hodnôt z dôvodu:

- investície sa väčšinou nevyvíjajú plynule
- investície sú nevyhnutnou podmienkou prežitia podniku. Investície by mali byť chápané vrátane investícií do vývoja, výskumu a ľudského kapitálu.

Plánovanie investičnej náročnosti je možné rozdeliť do troch variant:

1) Globálny prístup

Využíva sa ak investície do dlhodobého majetku majú do určitej miery priebežný charakter. Zisťuje sa relácia medzi prírastkami prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a tržbami v minulých obdobiach, prípadne aj relácia medzi prírastkami prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a prírastkami korigovaného prevádzkovo zisku.

$$\textit{koeficient náročnosti tržieb } k_{DMx} = \frac{\Delta \textit{provozne nutného DM}}{\Delta \textit{tržieb}}$$

$$\textit{koeficient rastu zisku na rast inv. maj. } k_{DMz} = \frac{\Delta \textit{provozne nutného DM}}{\Delta \textit{korig. prov. zisku}}$$

2) Prístup podľa hlavných položiek

Prístup podľa hlavných položiek sa používa pri plánovaní na najbližšie obdobie. Vychádza sa z konkrétnych investičných plánov. Ak sú tieto plány podložené analýzou efektívnosti a opierajú sa o reálne výhľady podnikových výkonov môže slúžiť ako hlavný zdroj pre konkrétneho oceňovateľa.

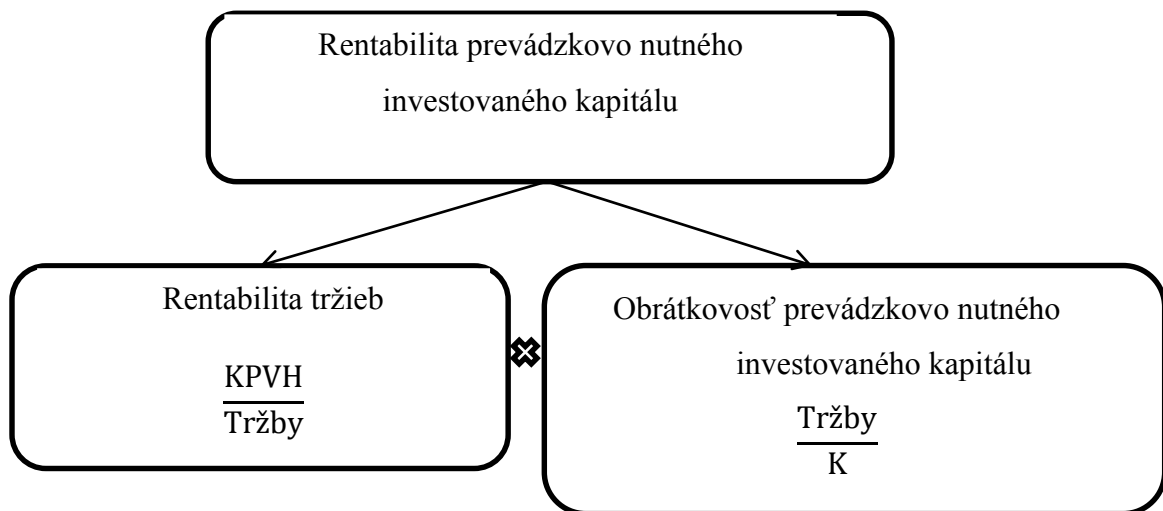
3) Prístup založený na odpisoch

Predpoklad že investície sú pod úrovňou odpisov nebudú vo väčšine podnikov dostačujúce na dlhodobé prežitie a rast. Sú výnimky kedy je to možné, ide však o podniky ktorých vývoj je založený na investíciach do nehmotného majetku.

(Mařík, 2007)

Analýza rentability prevádzkovo nutného investovaného kapitálu

Schéma 3 Rozkladu rentability prevádzkovo nutného investovaného kapitálu



Zdroj: Mařík, 2007, str. 139

7. Finančný plán

Finančný plán sa skladá z:

- výkazu ziskov a strát
- súvahy
- výkazu peňažných tokov

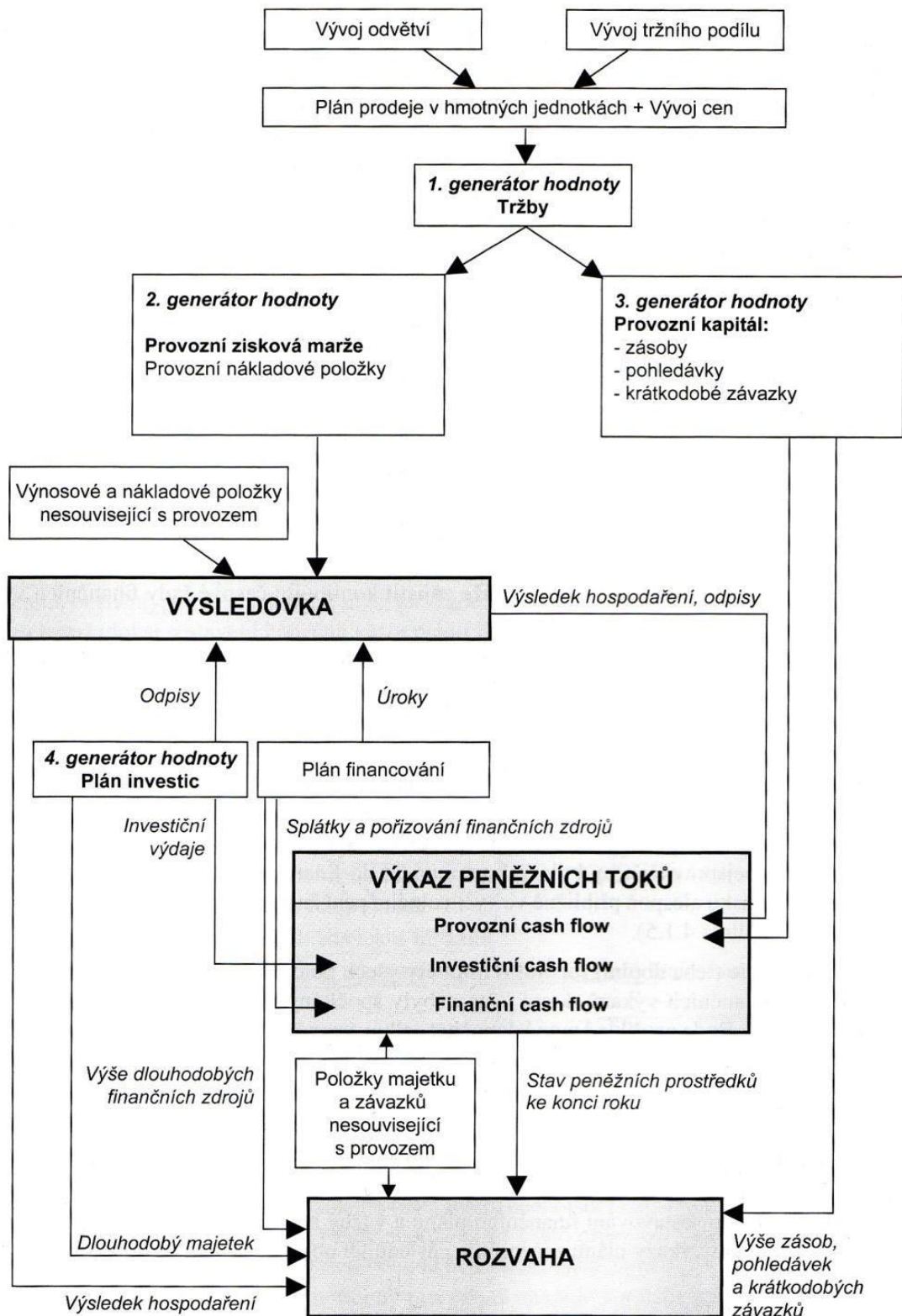
Finančný plán je súčasťou celkového podnikového plánu, ktorý vychádza z vízie podniku a jeho stratégie. (Mařík, 2007)

Postup pri tvorbe finančného plánu:

Z generátorov hodnôt sú určené hodnoty tržieb z predaja hlavných produktov podniku, zisková marža, prevádzkový zisk, zásoby, pohľadávky, záväzky a prognóza investícií do dlhodobého majetku. Tieto položky tvoria jadro finančného plánu. Aby bolo možné zostaviť kompletne výkazy treba doplniť:

- **plán financovania** – zahrňuje splátky úverov, nové úvery potrebné navýšenia vlastného kapitálu. Plán financovania bude využitý aj pri plánovaní nákladov kapitálu a určovaní diskontnej miery.
- **plán menej významných položiek** – vzhľadom k malému významu položiek je ich spôsob prognózy jednoduchší. Často sa prognózujú v konštantnej výške, ktorú majú k dátumu ocenenia alebo pomocou tempa rastu.
- **plán položiek nesúvisiacich s hlavnou prevádzkou podniku** – plán odpredaju nepotrebného majetku, investície do cenných papierov ak z finančného plánu vyplynú finančné prebytky.
- **plán výplaty dividend, podielov na zisku**
- **formálne dopočty** – celkové peňažné toky, nerozdelený zisk, ziskové fondy, výška dlhodobého majetku ku koncu každého roka.

Schéma 4 Zostavovanie finančného plánu



Zdroj: Mařík, 2007, str.152

8. Ocenenie podniku na základe metódy diskontovaného peňažného toku (cash flow)

V súčasnosti patrí model diskontovaného cash flow, označovaný aj DCF, medzi najrozšírenejšie modely. Modelov s označením DCF sa používa v praxi viacero. Spoločným znakom je že hodnotu podniku odvodzujú od budúcich výnosov, ktoré sú prevedené na súčasnú hodnotu k dátumu ocenenia.

Predpoklady využívania modelov DCF:

- Kapitálové trhy sú efektívne
- Štruktúra podniku je tvorená iba vlastným kapitálom a dlhom
- Existuje iba daň z príjmu
- CF je perpetuitou
- Predpoklad going concern princípu (Kislingerová, 1999)

Tri základné techniky pri výpočte výnosovej hodnoty metódou DCF:

- 1) Metóda „entity“ – jednotka označuje podnik ako celok
- 2) Metóda „equity“ – podnik ako vlastný kapitál
- 3) Metóda „APV“ – upravená súčasná hodnota

Metóda DCF entity vyčísluje hodnotu podniku v dvoch krokoch. Prvým krokom je získať peňažné toky ktoré by boli k dispozícii aj vlastníkom, aj veriteľom. Diskontovaním týchto peňažných tokov získame hodnotu podniku ako celku „brutto“. V druhom kroku od tejto hodnoty odčítame hodnotu cudzieho kapitálu ku dňu ocenenia. Tým získame hodnotu vlastného kapitálu „hodnotu netto“. (Mařík, 2011)

8.1 Peňažné toky – metóda DCF

V štandardnom finančnom pláne je prognóza CF na úrovni:

- CF prevádzkový
- CF investičný
- CF finančný
- CF celkový

Pri oceňovaní podniku nie je možné použiť ani jednu z vyššie uvedených možností. Pre potreby ocenenia podniku je nutné určiť koľko peňazí je možné vziať z podniku bez toho aby sa narušil jeho vývoj.

Pre potreby ocenenia podniku je voľný peňažný tok (CF) určený ako:

- 1) + korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením (KPVH_d)
- 2) – upravená daň (KPVH_d*sadzba dane)
- 3) = **korigovaný prevádzkový zisk po daniach**
- 4) + odpisy
- 5) + ostatné náklady v prevádzkovom VH, ktoré netvorí výdaj v bežnom období
- 6) = **predbežný peňažný tok plynúci z prevádzky**
- 7) – investície do upraveného pracovného prevádzkovo nutného kapitálu
- 8) – investície do zriadenia dlhodobého prevádzkovo nutného majetku
- 9) = **voľný cash flow**

V prípade ocenenia metódou DCF entity sa pod pojmom voľný peňažný tok rozumejú peňažné prostriedky, ktoré sú pre:

- vlastníkov (akcionárov) na dividendy
- veriteľov na splátky úverov a úrokov (Mařík, 2007)

8.2 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia - FCFF

Pri výpočte FCFF je vychádzané z korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia.

Pri zostavovaní korigovaného výsledku hospodárenia platia všeobecné zásady:

- Aby sme dostali zisk a cash flow pre vlastníkov aj pre veriteľov nemali by byť odpočítané náklady na cudzí kapitál.
- Hodnotu výsledku hospodárenia majú tvoriť iba položky trvalého charakteru, preto by nemal obsahovať jednorázové položky.
- Výnosy a náklady súvisiace s prevádzkovo nenutným majetkom by tiež nemal obsahovať.

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

= *prevádzkový výsledok hospodárenia z výkazu ziskov a strát*

- prevádzkové jednorázové výnosy a výnosy nesúvisiace s prevádzkovým majetkom
- + prevádzkové jednorázové náklady a náklady nesúvisiace s prevádzkovým majetkom
- + výnosy z finančných investícií a výnosové úroky plynúce z prevádzkovo nutného majetku
- finančné náklady súvisiace s prevádzkovo potrebným majetkom (Mařík, 2007)

8.3 Investície - FCFF

Mali by byť realizované len investície, z ktorých bude plynúť kladná čistá súčasná hodnota.

$$\textit{Investície brutto} = \textit{odpisy} + \textit{investície netto}$$

$$I_{\text{netto}} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto}} = K_t - K_{t-1} + O_t, \text{ kde}$$

K_t – prevádzkovo nutný investovaný kapitál ku koncu roku t

O_t – odpisy v roku t

FCFF = korigovaný prevádzkový zisk po dani

+ odpisy (prevádzkovo nutného majetku)

– investície brutto (do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a pracovného kapitálu)

alebo

FCFF = korigovaný prevádzkový zisk po dani

- investície netto (do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a pracovného kapitálu) (Mařík, 2007)

9. Hodnota podniku a určenie časového horizontu

Určenie hodnoty podniku pomocou metódy DCF entity prebieha v dvoch krokoch:

- 1) **Určenie celkovej hodnoty podniku** – pod týmto pojmom sa rozumie výnosová hodnota investovaného kapitálu. Celkovú hodnotu získame pomocou diskontovania peňažných tokov plynúcich z hlavnej prevádzky podniku. Neberú sa v úvahu peňažné toky ktoré neberú v potaz investície do majetku, ktorý nie je prevádzkovo nutný a ani výnosy a náklady spojené s takýmto majetkom.
- 2) **Určenie výnosovej hodnoty vlastného kapitálu** – z celkovej hodnoty podniku odčítame hodnotu úročených dlhov k dátumu ocenenia. Na záver k hodnote vlastného kapitálu pripočítame hodnotu neprevádzkových aktív k dátumu ocenenia.

Schéma 5 Postupu výpočtu hodnoty metódou DCF entity



Zdroj: Mařík, 2007, str. 177

Celková hodnota podniku (H_B)

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}, kde$$

$FCFF_t$ - voľné CF do podniku

i_k – kalkulovaná úroková miera

n – počet rokov ktorý je predpokladaný pre ďalšiu existenciu podniku

V skutočnej praxi sa predpokladá že podnik bude existovať nekonečne dlho „going concern“, pre nekonečne dlhé obdobie nie je však možné naplánovať peňažné toky.

Prichádzajú v úvahu dve riešenia:

- 1) dvojfázová metóda – častejšie používaná
- 2) metóda zakladajúca sa na odhade priemerných temp rastu (Mařík, 2007)

9.1 Dvojfázová metóda

Prvá fáza je fáza kde je možné aby oceňovateľ vypracoval prognózu voľného cash flow pre jednotlivé roky. Ako už bolo spomínané nie je možné spraviť takúto prognózu pre všetky roky až do nekonečna. Druhá fáza preto zahŕňa obdobie od konca prvej fázy do nekonečna. Hodnota podniku vzťahujúca sa práve k druhej fáze sa nazýva pokračujúca hodnota.

Hodnota podniku určená pomocou dvojfázovej metódy

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}, kde$$

PH – pokračujúca hodnota

T – dĺžka prvej fázy vyjadrená v rokoch

1) Fáza prognózy

Rozhodovanie aké dlhé bude prognózované obdobie a od kedy budeme rátať s pokračujúcou hodnotou nie je zanedbateľná záležitosť. Ak je prognóza pre 5 rokov, potom dosiahne podiel pokračujúcej hodnoty až 80% na celkovom ocenení výnosovou metódou. Ak na 10 rokov, podiel pokračujúcej hodnoty je 60% na celkovom ocenení. Podiel fázy prognózy a pokračujúcej hodnoty sa vyrovná až pri prognóze na 15 rokov.

Doporučenia k dĺžke prvej fázy:

- odhad obdobia počas ktorého je podnik schopný tvoriť novú hodnotu
- sledovať v ktorom období životnej fázy sa podnik nachádza
- odhad dĺžky obdobia v ktorom by podnik mohol dosiahnuť stabilitu
- stabilita odvetvia v ktorom sa podnik nachádza
- fáza konjunktúrneho cyklu v ktorom sa nachádza ekonomika
- názor vedenia

2) Vzťah medzi dĺžkou prvej fázy a pokračujúcej hodnoty

Stanovenie pokračujúcej hodnoty sa zakladá na nasledujúcich predpokladoch:

- základné parametre s ktorými súvisí pokračujúca hodnota sa stabilizujú - ide napríklad o ziskovú maržu, obrat kapitálu, rentabilitu kapitálu či podiel na trhu
- rast podniku je konštantný a stabilný
- miera investícií je stabilná
- stabilná výnosnosť nových investícií (Mařík, 2007)

9.2 Pokračujúca hodnota

1) Gordonov vzorec

Prognóza sa spracováva na obmedzený počet rokov. Obdobie prvej fázy je zvyčajne od 4 do 14 rokov. Druhá fáza je typická predpokladom stabilného a trvalého rastu voľného peňažného toku.

Pokračujúca hodnota v období

$$T = \frac{FCFF_{t+1}}{i_k - g}, kde$$

$$FCFF_{t+1} = FCFF_t * (1+g)$$

T – posledný rok prognózovaného obdobia

i_k – priemerné náklady kapitálu

g – tempo rastu voľného peňažného toku behom druhej fázy

FCFF – voľný peňažný tok do firmy

$$i_k > g$$

a) Parametrický vzorec

Parametrický vzorec pracuje s určitými faktormi tvorby hodnoty, ide o :

- tempo rastu KPVH zníženého o upravené dane
- očakávaná rentabilita nových investícií r_i

Pokračujúca hodnota

$$\frac{KPVH_{t+1} * (1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g}, kde$$

$KPVH_{T+1}$ – korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia po upravených daniach v prvom roku po skončení obdobia prognózy (Mařík, 2007)

9.3 Výsledná hodnota podniku

Prevádzková hodnota podniku brutto je celková hodnota podniku. Pod pojmom hodnota podniku je myslené hodnota aktív v zmysle investovaného kapitálu očisteného od neúročeného cudzieho kapitálu. Zachytáva iba prevádzkovú časť podniku.

Výsledná hodnota brutto

= *hodnota brutto (prevádzková)*

- hodnota úročeného cudzieho kapitálu

= *hodnota vlastného kapitálu*

+ hodnota aktív (prevádzkovo nenutných)

= *Výsledná hodnota vlastného kapitálu podniku* (Mařík, 2007)

10. Diskontná miera pri použití metódy DCF

Stanovenie diskontnej miery závisí od metódy DCF ktorá je použitá:

- DCF entity – priemerné vážené náklady kapitálu WACC
- DCF equity – náklady na vlastný kapitál pri konkrétnom zadĺžení
- DCF APV – diskontná miera nákladov vlastného kapitálu pri nulovom zadĺžení
– ak sa určuje hodnota daňového štítu z ročných daňových úspor,
diskontujeme ich úrokovou mierou odpovedajúcou
nákladom cudzieho kapitálu (Mařík, 2007)

10.1 Náklady celkového kapitálu WACC

$$WACC = n_{ck} * (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vk} \frac{VK}{K}, kde$$

n_{ck} – očakávaná výnosnosť do doby splatnosti cudzieho kapitálu = náklady na cudzí kapitál

d – sadzba dane z príjmu pre oceňovaný podnik

CK – tržní hodnota cudzieho kapitálu vloženého do podniku

n_{vk} – očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu

VK – tržná hodnota vlastného kapitálu

K – celková tržná hodnota kapitálu, ktorý bol investovaný (Mařík, 2007)

Podiel na celkovom kapitály je nutné počítat' z tržných hodnôt inak by prišlo k skresleniu. (Dluhošová, 2010)

Váhy jednotlivých zložiek kapitálu

- nepatrí sem kapitál z ktorého podnik neplatí žiadne úroky
- účtovná štruktúra by pre potreby výpočtu WACC nemala byť používaná
- cieľovú štruktúru je možné použiť, ale odhad nemusí byť presný

- po stanovení hodnoty je nutné urobiť spätný prepočet podielu výslednej hodnoty brutto a netto
- iteračný prístup je najpresnejším spôsobom pre odhadnutie váh WACC

10.2 Náklady na cudzí kapitál

Náklady na cudzí kapitál dostaneme váženým priemerom efektívnych úrokových sadziieb, ktoré podnik platí z rôznych druhov cudzieho kapitálu. Berú sa do úvahy hlavne úroky, disážio a ostatné výdaje.

Efektívna úroková miera

$$D = \sum_{t=1}^T \frac{U_t \cdot (1-d) + S_t}{(1+i)^t}, \text{ kde}$$

D – čistá čiastka peňazí získaná pomocou pôžičky

U_t – úrokové platby

d – sadzba dane z príjmu

S_t – splátka dlhu

n – počet období za ktoré sú uskutočňované splátky dlhu

i – hľadaná efektívna úroková sadzba

Tento spôsob je možné použiť iba v prípade pevne daných úrokov z dlhu a ak predpokladáme že časť peňazí získaných výpožičkou zodpovedá súčasnej hodnote dlhu.

Tieto podmienky nie sú splnené ak:

- budú aktuálne úrokové miery na kapitálovom trhu iné ako nominálne úrokové miery, ktoré boli dohodnuté pri poskytovaní cudzieho kapitálu
- daný trh nebude mať vysokú bonitu a bude hroziť že záväzky z dlhu nebudú splatené

V týchto prípadoch sa použije alternatívny postup založený na tržných dátach. Výnos do doby splatnosti bude určený ako súčet bezrizikovej výnosovej miery a rizikovej prirážky.

$$n_{ck} = r_f + RP, \text{ kde}$$

n_{ck} – náklady cudzieho kapitálu

r_f – bezriziková úroková miera na úrovni výnosnosti štátnych dlhopisov

RP – riziková prirážka pre cudzí kapitál podľa ratingu prislúchajúcemu k dlhu

10.3 Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú dané výnosovým očakávaním investorov. Základným problémom pre tržné ocenenia je spôsob kalkulácie rizikovej prirážky. Oproti investičnému oceneniu, pri tržnom oceňovaní nie je možné aby oceňovateľ volil rizikovú prirážku iba podľa svojej vlastnej úvahy. Riziková prirážka musí byť aspoň čiastočne podložená o tržné dáta. Jednou zo základných metód a zároveň najviac používanou je metóda CAPM. (Mařík, 2007)

Všeobecne platí že vlastné náklady sú pre podnik vyššie ako cudzie náklady. Z dôvodu že riziko vlastníka je vyššie ako riziko veriteľa. Veriteľ má zaručený pravidelný výnos úrokový výnos a vkladá peniaze iba na určitú dobu. Na rozdiel od veriteľa vlastník vkladá prostriedky na neobmedzenú dobu, výnos nemá dopredu zaručený a závisí na hospodárskej situácii podniku. Ďalším dôvodom je že daňové úroky sú daňovo uznateľným nákladom.

Základné metódy pre odhad vlastného kapitálu sú:

- model založený na oceňovaní kapitálových aktív – CAPM
- arbitrážny model oceňovania – APM
- dividendový rastový model
- stavebnicový model (Dluhošová, 2010)

CAPM

Základným prvkom modelu CAPM je priamka cenných papierov. Pomocou priamky sa odvodzuje stredná očakávaná výnosnosť cenného papiera od očakávanej bezrizikovej výnosnosti a priemerné prémie za riziko na kapitálovom trhu. Model CAPM je závislý od bezrizikovej úrokovej miery, prémie za riziko trhu a od koeficientu beta. (Kislingerová, 1999)

Očakávaná priemerná výnosnosť cenného papiera A

$$E(R_A) = r_f + [E(R_m) - r_f] \times \beta_A, kde$$

$E(R_A)$ – stredná očakávaná výnosnosť cenného papiera A

r_f – bezriziková výnosnosť

$E(R_M)$ – stredná očakávaná výnosnosť kapitálového trhu

β_A – koeficient beta cenného papiera

Koeficient beta je ovplyvňovaný aj zadĺžením podniku.

Model CAPM

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f), kde$$

r_f – bezriziková úroková miera

$(r_m - r_f)$ – prémie za tržné riziko (Režňáková, 2012)

Bezriziková úroková miera by mala byť na úrovni výnosnosti štátnych dlhopisov s dobou splatnosti dlhšou desať rokov a dlhšie.

Výška rizikovej prémie by mala vyjadrovať výnosové ocenenie rizikovosti tržného portfólia. Bohužiaľ priamy odhad prémie nie je možný, preto odhad budúcich hodnôt odvodzujeme z minulých hodnôt dosiahnutých na kapitálových trhoch.

Riziková prémie trhu sa vypočítava na základe minulých dát. Najlepším základom pre výpočet historických premií sú dáta odvodené od vývoja kapitálových trhov v USA. Pre výpočet sa doporučuje použiť aritmetický alebo geometrický priemer. Hodnota sa upravuje o riziko zeme. (Mařík, 2007)

Odhad koeficientu β :

- pomocou minulých hodnôt - historické β
- metódou analógie
- na základe analýzy pôsobiacich faktorov

Ak sa $\beta = 1$ výnos aktíva kopíruje tržný výnos

$\beta > 1$ výnos aktíva reaguje nadpriemerne oproti tržnému výnosu

$\beta < 1$ výnos aktíva je opačný ako tržný výnos

$\beta < 0$ na kladnú zmenu výnosovej miery tržného portfólia reaguje výnos aktív záporne

$0 < \beta < 1$ výnos aktíva reaguje podpriemerne oproti tržnému výnosu

(Kislingerová, 1999)

Beta zadlžená:

$$\beta_Z = \beta_N \left(1 + (1 - d) \times \left(\frac{CK}{VK} \right) \right) - \beta_{CK} (1 - d) \left(\frac{CK}{VK} \right), \text{ kde}$$

β_Z - beta vlastného kapitálu v zadlženom podniku

β_N - beta vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení

β_{CK} - beta pre cudzí kapitál

d - sadzba dane z príjmov

CK - cudzí kapitál

VK - vlastný kapitál

11. Ocenenie podniku na základe metódy ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)

Ukazovateľ EVA nepracuje s cash flow. Je chápaný ako čistý výnos plynúci z prevádzkovej činnosti podniku znížený o celkové náklady kapitálu.

$$EVA = NOPAT - \text{Kapitál} \times WACC, \text{ kde}$$

NOPAT – zisk z operačnej činnosti po dani

Kapitál – kapitál viazaný v aktívach, ktoré slúžia pre operačnú činnosť podniku

WACC – priemerné vážené náklady kapitálu

Rovnako ako pri metóde DCF aj metóda EVA ponúka viacero možností tohto ocenenia a to EVA entity, EVA equity a APV. Najpoužívanejšia je hodnota EVA entity, preto sa budeme ďalej venovať práve tejto metóde.

Tržná hodnota vlastného kapitálu

= ***tržná hodnota operačných aktív***

+ tržná hodnota neoperačných aktív

- tržná hodnota úročených záväzkov

Hlavnú úlohu pri použití tohto prístupu má tržná pridaná hodnota, inak nazývaná aj hodnota pridaná trhom (MVA). MVA je možné považovať za goodwill. EVA je zameraná na meranie úspechu podniku v priebehu minulého roka. MVA je zameraná do budúcnosti. (Mařík, 2007)

Spôsob výpočtu MVA je možný pomocou dvoch spôsobov:

- ex post – diferencia medzi tržnou hodnotou podniku ako celku a hodnotou aktív podniku (NOA)
- ex ante – predstavuje súčasnú hodnotu budúcich operačných nadziskov (EVA)

Pri výpočte hodnoty vlastného kapitálu podniku sa využíva dvojfázová metóda. Druhá fáza dvojfázovej metódy sa často počíta ako večná renta zo stabilnej ekonomickej pridanej hodnoty. Avšak je možné počítať aj s určitým tempom rastu.

Hodnota vlastného kapitálu

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0, kde$$

EVA_t – ekonomická pridaná hodnota v roku t

NOA_0 – čisté operačné aktíva k dátumu ocenenia podniku

WACC – priemerné vážené náklady na kapitál

T – počet explicitne plánovaných ekonomických pridaných hodnôt

D_0 – hodnota úročených dlhov k dátumu ocenenia podniku

A_0 – neprevádzkové aktíva k dátumu ocenenia podniku (Mařík, 2007)

12. Analyzovaná spoločnosť

Názov:	Analyzovaná spoločnosť, s.r.o.
Právna forma:	Spoločnosť s ručením obmedzením
Druh vlastníctva:	Súkromné tuzemské
Základné imanie:	13 278 eur
Rok vzniku:	2000
Počet zamestnancov:	10 - 19

Zdroj: FINSTAT

Predmet podnikania

Spoločnosť sa zaoberá rozvodom a predajom elektriny ako aj rozvodom, distribúciou a predajom zemného plynu. Na základe týchto informácií patrí Spoločnosť podľa SK NACE do sekcie D – dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu, konkrétne ide o D 35.1 – výroba elektrickej energie, prenos a rozvod, D 35. 2 výroba plynu, rozvod plyných palív potrubím.

Ďalšie predmety podnikania:

- elektroinštalatérsvo
- kúpa tovaru v rozsahu voľnej živnosti za účelom jeho predaja iným prevádzkovateľom živnosti /veľkoobchod, maloobchod/
- organizovanie a vyučovanie vzdelávacích kurzov a školení
- reklamné činnosti
- výroba, inštalácia, opravy ústredného vykurovania a vetrania
- projektovanie elektrických zariadení
- sprostredkovateľská činnosť
- elektroenergetika
- plynárenstvo
- výroba, montáž, oprava, údržba elektrických zariadení

Analytická časť

12. Strategická analýza

Strategická analýza je kľúčovou fázou oceňovacieho procesu. (Mařík, 2011) Analyzovať znamená rozložiť určitý komplex na jednotlivé menšie časti. Za cieľ strategickej analýzy podľa Sedláčkovej je možné považovať identifikáciu a analýzu všetkých podstatných faktorov, o ktorých je predpoklad že budú mať vplyv na voľbu cieľov a stratégiu spoločnosti. Podľa Maříka je hlavnou funkciou tejto analýzy vymedzenie celkového výnosového potenciálu podniku ktorý je oceňovaný. Výnosový potenciál sa odvíja od vnútorného a vonkajšieho potenciálu podniku. Analýza vonkajšieho a vnútorného potenciálu by mala byť vzájomne prepojená.

Strategická analýza by mala byť nápomocná pri určení:

- dlhodobej perspektívy podniku
- vývoja tržieb podniku
- rizík spojených s podnikom (Mařík, 2011)

Po zostavení strategickej a finančnej analýzy je možné definovať príležitosti, hrozby a silné, slabé stránky spoločnosti.

12.1 Analýza makroekonomického prostredia

Na to ako bude analyzovaná spoločnosť s.r.o. (ďalej len Spoločnosť) v budúcnosti prosperovať a vyvíjať sa významne vplyva okolie podniku. Spoločnosť je ovplyvňovaná trhom a ekonomickou situáciou štátu v ktorom pôsobí. Na hospodársky vývoj Spoločnosti má okrem iného vplyv aj makroekonomické prostredie a je dôležité aby ho spoločnosť sledovala a snažila sa mu prispôbovať, keďže ho nevie v dostatočnej miere ovplyvňovať.

12.1.1 PEST ANALÝZA

PEST analýza slúži ako nástroj ktorým sú skúmané zmeny okolia. PEST analýza dokáže poskytnúť celkový pohľad na danú krajinu , štát, mesto, ktoré nie je stabilné. Analýza v sebe zahŕňa politický, ekonomický, sociálny a technologický faktor.

Politické (legislatívne) prostredie

Politické prostredie Slovenskej republiky sa nedá považovať sa dokonale stabilné. Od vzniku republiky prešiel vývoj mnohými zmenami. Na samom začiatku formovania republiky, okolo deväťdesiatych rokov, bolo na trhu veľa nedostatkov. Nedostatky pramenili aj z nevhodných podmienok pre podnikanie. Na odstránenie nedostatkov museli byť vykonané zmeny v legislatíve štátu. V roku 2014 sa zaviedol na Slovensku nový daňový systém, čo priaznivo ovplyvnilo vývoj krajiny. Nový daňový systém zaviedol rovnú sadzbu dane z príjmov pre fyzické i právnické osoby na úroveň 19 %. V súčasnosti je daň z príjmov fyzických osôb rozdelená do dvoch skupín, t.j. 19% a 25%. Daň z príjmov právnických osôb je na úrovni 22%. Zrušenie rovnej dane malo viac odporcov ako priaznivcov.

Zmena daňovej reformy sa dotýkala aj sadzieb DPH. Predtým bola sadzba dane DPH 14% a 20% , po daňovej reforme bola na úrovni 19%. V súčasnosti je sadzba dane DPH na úrovni 20%. Táto sadzba sa ustanovila ako pevná sadzba, ktorá má zamedziť automatickému mechanizmu. Na tomto základe nemôže sadzba klesnúť späť na 19%.

Rovnako sa menia aj vlády a s nimi spôsob pristupovania k formovaniu krajiny.

(Solíková,2015)

Slovenská republika je súčasťou Európskej únie, tá podporuje malé a stredné podniky prostredníctvom mnohých dokumentov. K plneniu sa zaviazala aj vláda Slovenskej republiky. Analyzovaná spoločnosť sa podľa počtu zamestnancov radí medzi malé podniky preto sa k nej vzťahuje Európska charta malých podnikov.

Slovenská regulačná legislatíva v energetickom sektore sa opiera o tretí liberalizačný balíček Európskej únie pre vnútorný trh s elektrinou a plynom. Do slovenskej legislatívy bol tretí balíček transformovaný od 01.09.2012 prostredníctvom nových zákonov o regulácií v sieťových odvetviach a zákona o energetike. Tieto opatrenia prispievajú k rozvoju konkurencie na trhu s dodávkami energií a pre zvýšenie ochrany

spotrebiteľov. Úprava legislatívy v regulácií sieťových odvetví zahŕňa široký okruh záväzných právnych predpisov z oblasti plynárenstva, elektro - energetiky, tepelnej energetiky a vodného hospodárstva.

Zákony ovplyvňujúce Spoločnosť

Zákon o energetike (č. 251/2012), Zákon o regulácii v sieťových odvetviach (č. 250/2012), Zákon o tepelnej energetike (č.657/2004), Zákon o energetickej efektívnosti (č. 321/2014), Zákon o spotrebnej dani z elektriny, uhlia a zemného plynu a č. 609/2007), Obchodný zákonník (č. 513/1991 Zb.), Zákonník práce (č. 311/2001 Zb.), Zákon o účtovníctve (č.431/2002 Zb.), Zákon o obchodnom registri (č. 530/2003 Zb.), Zákon o ochrane spotrebiteľa (č. 634/1992 Zb.), Zákon o ochrane hospodárskej súťaže (č. 136/2001 Zb.), Daň z príjmov(č. 595/2003 Zb.)

Zdroj: ENERGO

Vyhlášky

Vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 226/2015 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 221/2013 Z. z., ktorou sa ustanovuje cenová regulácia v elektroenergetike v znení neskorších predpisov.

Vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 144/2015 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 222/2013 Z. z., ktorou sa ustanovuje cenová regulácia v tepelnej energetike v znení vyhlášky č. 190/2014 Z. z.

Vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 143/2015 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 221/2013 Z. z., ktorou sa ustanovuje cenová regulácia v elektroenergetike v znení vyhlášky č. 189/2014 Z. z.

Vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 80/2015 Z. z., ktorou sa mení a dopĺňa vyhláška Úradu pre reguláciu sieťových odvetví č. 490/2009 Z. z., ktorou sa ustanovujú podrobnosti o podpore obnoviteľných zdrojov energie, vysoko účinnej kombinovanej výroby a biometánu v znení vyhlášky č. 437/2011 Z. z.

Spomínané dokumenty sú doplnené Nariadeniami Európskej legislatívy.

Nový Zákon o energetike z roku 2012 a Zákon o regulácii v sieťových odvetviach 2012 priniesli so sebou nové definície, silnejší dohľad nad hospodárením regulovaných subjektov i posilnenie práv spotrebiteľov.

Najpodstatnejšie zmeny:

- a) ***Pojem „zraniteľný odberateľ“*** - je odberateľ elektriny/plynu v domácnosti ktorého životné funkcie sú závislé od odberu elektriny alebo ktorý je ťažko zdravotne postihnutý a elektrinu/plyn využíva na vykurovanie.
- b) ***Malí výrobcovia elektriny*** – podľa novej úpravy výroba elektriny OZE v malom zdroji sa nepovažuje za podnikanie v energetike, ak ročná spotreba nie je vyššia ako 1,5 násobok vlastnej skutočnej spotreby. Malý zdroj sa rozumie zariadenie na výrobu OZE s celkovým výkonom do 10 kilowattov.
- c) ***Zjednodušený povolovací systém*** – obchodníci ani dodávatelia s energiami nie sú povinní preukazovať technické predpoklady na vykonávanie činností, či odbornú spôsobilosť. Nemusí byť určený ani zástupca ktorý má úspešne vykonanú skúšku.
- d) ***Cenová regulácia*** – cenovej regulácií podlieha nielen dodávka energie pre domácnosti ale aj malým podnikom, čo predstavuje problematické obmedzenie liberalizácie trhu s energiami.
- e) ***Ochrana odberateľov*** – odberateľ má právo na bezplatnú zmenu dodávateľa elektriny/plynu do 3 týždňov od podania žiadosti, právo odstúpiť od zmluvy do 14 pracovných dní od dňa uzavretia zmluvy, právo vypovedať zmluvu vždy keď sa zníži/zvýši cena energií.
- f) ***Unbundling*** - nový režim možností ako oddeliť výrobné a dodávateľské činnosti od prevádzky prenosovej a distribučnej sústavy. Oddelenie bude realizované cez model úplného oddelenia vlastníctva.

Existujú tri možnosti – úplne oddelenie vlastníctva, vytvorenie nezávislého prevádzkovateľa siete a zriadenie nezávislého prevádzkovateľa prepravnej siete.

Ekonomické prostredie

Ekonomické prostredie ovplyvňuje Spoločnosť prostredníctvom makroekonomických faktorov ako výška HDP, inflácia, úrokové sadzby, nezamestnanosť, výmenný kurz a ďalšie. Tieto jednotlivé faktory sú podrobnejšie rozpracované nižšie v kapitole. Súčasťou ekonomického prostredia je aj dostupnosť k úverom a daňové faktory.

Z nich sa realizovalo rozšírenie počtu odpisových skupín zo 4 na 6, zrýchlené odpisovanie je možné uplatniť iba pri majetku zaradenom v 2. a 3. odpisovej skupine, zmeny v odpisovaní majetku prenajatého formou finančného prenájmu, zmeny v uplatňovaní daňových výdavkov pri majetku, ktorý môže mať charakter osobnej spotreby. Ďalej napríklad povinnosť úpravy základu dane v prípade odpisovania automobilu so vstupnou cenou 48 000 eur a viac a zmeny pri vyradení majetku predajom.

Hrubý domáci produkt (HDP)

Najvýznamnejší makroekonomický ukazovateľ je HDP.

Tabuľka č.1 Vývoj a predikcia reálneho HDP SR v mld. EUR

Skutočnosť	2007	2008	2009	2010	2011	2012
HDP	54,8	64,8	63,3	65,91	68,96	71,1
Medziročná zmena %	1,3	8,4	-2,3	4,1	4,6	3,1

Skutočnosť	2013	2014	2015
HDP	72,13	74,655	76,521
Medziročná zmena %	1,4	3,5	3,2

Zdroj: ŠÚSR

Tabuľka č.2 Predikcia HDP

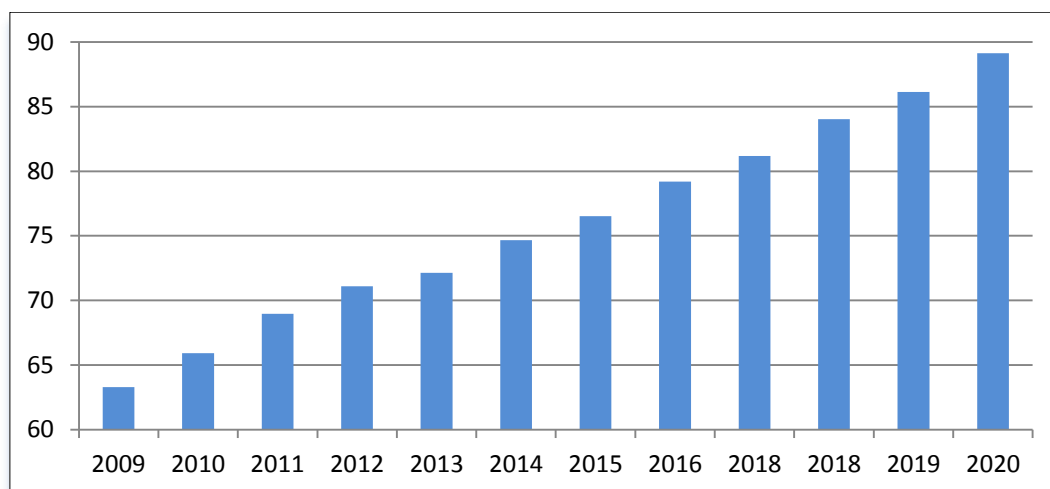
Predikcia	2016	2017	2018	2019
HDP	79,20	81,18	84,02	86,12
Medziročná zmena %	3,6	3,4	3,8	3,5

Zdroj: INFOSTAT

Niektoré hodnoty z vyššie uvedených tabuliek ešte nie sú štatisticky uzavreté a sú zatiaľ len predikované. Pri predikciách boli využité údaje z INFOSTATU, Štatistického úradu SR, Národnej banky Slovenska a Ministerstva financií SR.

HDP vo všetkých rokoch okrem roku 2009 vykazovalo rastúcu tendenciu. Začiatkom roka 2009 sa počítalo s tým, že ekonomika Slovenska porastie. Bohužiaľ skutočnosť bola iná, v roku 2009 prišlo k poklesu o 2,3%. K poklesu okrem hospodárskej krízy prispela aj plynová kríza, pri ktorej došlo k prerušeniu dodávok plynu z Ruska. Spolu s krízou prišlo aj oslabenie zahraničného dopytu, čo malo za následok klesajúcu dynamiku slovenského exportu, produkcie, trhu práce a celkového domáceho dopytu. Od roku 2010 zaznamenal vývoj HDP zmenu k lepšiemu. Ekonomický rast v roku 2010 bol ovplyvnený hlavne zvýšením zahraničného dopytu. V prvom štvrtroku 2013 nastal pomalý rast globálnej ekonomiky, ktorý bol tlmený poklesom aktivity v eurozóne. Po poklese v poslednom štvrtroku 2012 takmer všetky krajiny okrem Nemecka upadli do recesie. Neskôr začala ekonomika rásť rýchlejšie, čo mal spôsobiť najmä čistý export (domáci dopyt a súkromná spotreba pokračovali v útlme). Rast na území Slovenska nabral v roku 2014 na rýchlosti. Hnacou silou tohto rastu bola obnova domáceho dopytu, po niekoľkých rokoch klesania došlo k oživeniu investícií a súkromnej spotreby. Prognóza pre ďalšie roky je pozitívna, malo by ísť o rast HDP v priemere okolo 3 - 3,5% ročne.

Graf č.1 Reálne HDP SR v mld. EUR



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠÚSR

Inflácia

Ďalším ukazovateľom makroekonomického prostredia je inflácia. Vývoj priemernej inflácie na území Slovenskej republiky a jej predikciu v období 2007 – 2020 je vidieť v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č.3 Vývoj priemernej inflácie SR v %

Skutočnosť'	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inflácia %	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7

Skutočnosť'	2013	2014	2015
Inflácia %	1,5	-0,1	1

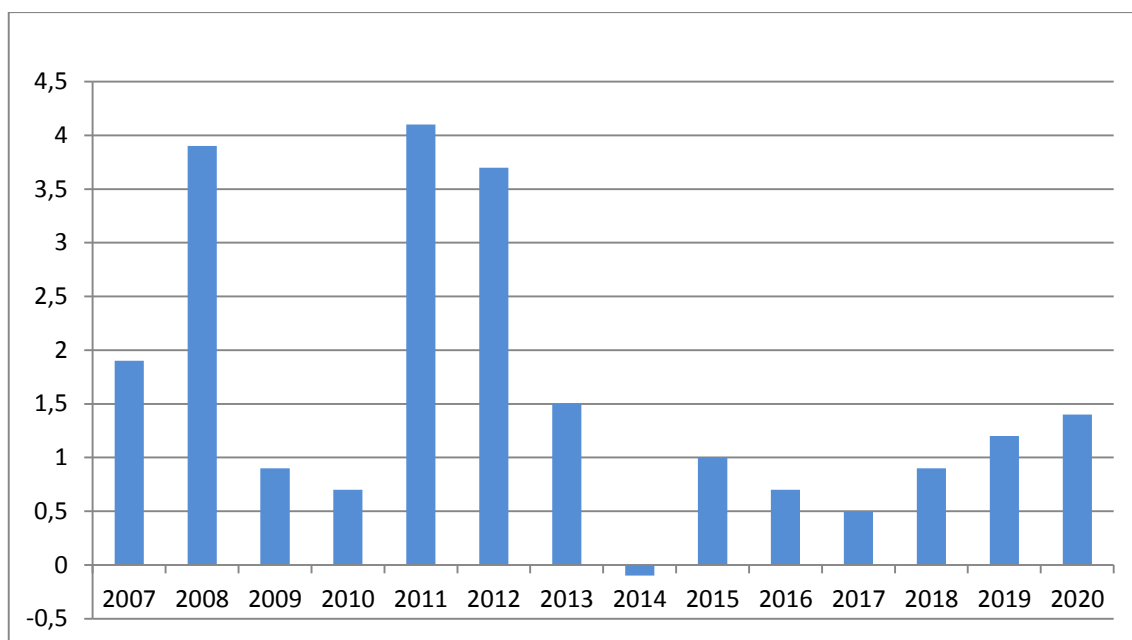
Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov ŠÚSR

Tabuľka č.4 Predikcia inflácie v %

Predikcia	2016	2017	2018	2019	2020
Inflácia %	0,7	0,5	0,9	1,2	1,4

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa údajov ŠÚSR

Graf č. 2 Vývoj inflácie SR v %



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠÚSR a MFSR

Okolo roku 2009 možno sledovať postupný trend znižovania miery inflácie, čo súvisí s viacerými opatreniami v menovej politike v súvislosti s plnením maastrichtských kritérií a prijatím eura. Rast cenovej hladiny už v roku 2007 dosahoval hodnoty pod 3 %, čo bola vtedajšia referenčná hodnota. Výrazne nízky rast inflácie bol zaznamenaný aj v nasledujúcich rokoch (2009 a 2010, teda po prijatí eura). Jadrová inflácia dokonca zaznamenala v roku 2009 medziročný pokles o 0,5 % a index cien výrobcov medziročný pokles až o 4,9 %. Po dvoch rokoch pomerne výrazných inflačných tlakov, v rokoch 2011, 2012, keď sa na území Slovenskej republiky nedodržiaval cieľ ECB (miera inflácie do 3%) dochádza za posledné dva roky k zmierneniu inflačných tlakov a môžeme tak v roku 2014 pozorovať historicky najpomalší rast cien od vzniku Slovenskej republiky. V rámci jednotlivých komponentov inflácie je možné zaznamenať výrazné zlacnenie potravín, mierny pokles regulovaných cien a iba slabý rast čistej inflácie. To že ceny rastú pomaly je výsledkom pozitívneho vývoja nákladových faktorov, a to predovšetkým poklesu cien energií.

Úroková miera

Pre Spoločnosť je podstatné poznať vývoj úrokových sadzieb. V súčasnosti síce analyzovaná spoločnosť neviduje bankové úvery, ani záväzky ktoré by boli explicitne úročené, ale v budúcnosti môže nastať opačná situácia. V prípade rozhodnutia sa pre väčšiu investíciu jej nemusia vystačiť vlastné zdroje a tým pádom by musela využiť pomoc vo forme úveru. Ak by využila možnosť financovania investície formou úveru, ovplyvnila by ju aj výška úrokových sadzieb. Pri stanovení výšky úrokových sadzieb sa vychádza z úrokovej miery ECB pre hlavné operácie. Za túto sadzbu požičiava ECB peňažné prostriedky komerčným bankám. Čím nižšia bude táto sadzba, tým nižšia bude aj úroková miera pri ktorej budú poskytovať komerčné banky pôžičky. Z tabuľky je vidieť priaznivý vývoj úrokovej miery. V poslednom roku je najnižšia a to 0,05%.

Tabuľka č.5 Vývoj úrokovej miery ECB v %

Skutočnosť	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ú.m. %	1,40	1,36	1,25	0,75	0,38	0,1	0,05

Zdroj: NBS, ECB

Výmenný kurz

Ďalším ukazovateľom ktorý by mohol ovplyvňovať Spoločnosť je výmenný kurz. V posledných rokoch Spoločnosť obchodovala so zahraničím len vo veľmi malej miere. Avšak v budúcnosti sa môže táto skutočnosť zmeniť.

Tabuľka č.6 Vývoj výmenného kurzu CZK/EUR

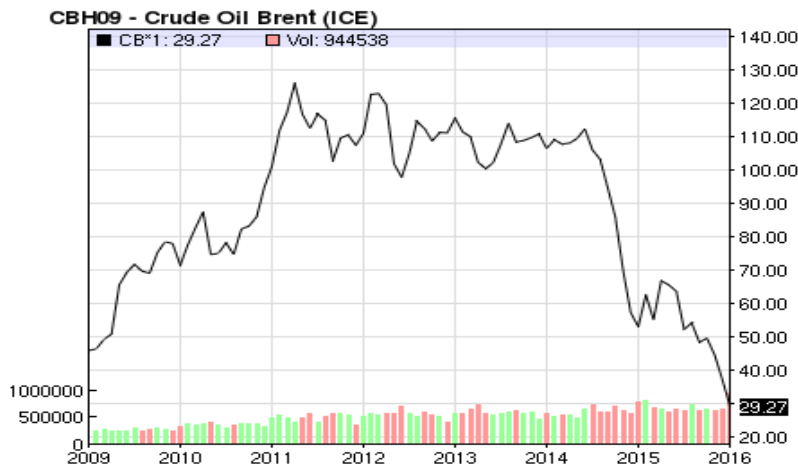
Skutočnosť	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CZK/EUR	26,45	25,29	24,59	25,14	25,98	27,53	27,28

Zdroj: NBS

Cena ropy

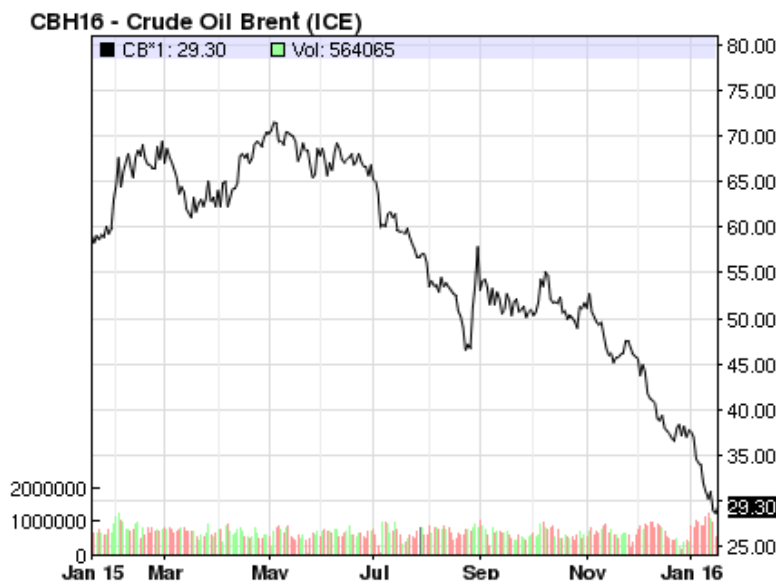
Každý jeden podnik je nejakým spôsobom ovplyvňovaný cenou ropy. Inak to nie je ani v prípade Energosu. Energosu a jeho vývoj, vývoj tržieb a tržného podielu je ovplyvnený vo veľmi veľkej miere práve vývojom cien ropy. Od cien ropy sa odvíjajú aj ceny ostatných energií a teda aj cena elektriny a zemného plynu.

Graf č.3 Vývoj ceny ropy Brent v období 2009-2016



Zdroj: NASDAQ

Graf č.4 Vývoj ceny ropy Brent za obdobie január 2015 – január 2016



Zdroj: NASDAQ

Z grafu č.3 je očividné že cena ropy Brent je veľmi premenlivá. V cene ropy sú veľmi vysoké výkyvy. Najvyššia cena ropy bola v období 2011 až 2013 kedy sa dostala nad úroveň 100 USD za barel. Naopak najnižšia cena ropy Brent je v poslednom sledovanom období 2015. V januári 2015 sa pohybovala cena okolo 55-60 USD/barel. Počas roku stúpala i klesala, maximum v danom roku dosiahla v máji (nad 70 USD/barel) po tomto mesiaci postupne klesala až na úroveň pod 30 USD/barel, čo je rekordne nízka cena a zároveň najnižšia za posledných 15 rokov.

Prognóza ceny ropy Brent pre ďalšie obdobia je zobrazená neskôr v práci.

Cena elektriny a zemného plynu

Jedným z predmetov činnosti Energosamu patrí rozvod elektriny a jej predaj ako aj rozvod, distribúcia a predaj zemného plynu, preto je nevyhnutné pozorovať vývoj týchto komodít na burze od čoho sa ďalej odvíjajú i tržby Energosamu.

Graf č.5 Vývoj cien elektriny na burze od roku 2009 v EUR za 1MWh



Zdroj: Upravené z kurzy.cz

Graf č.6 Vývoj cien zemného plynu na burze od roku 2009 v EUR za 1MMB



Zdroj: Upravené z kurzy.cz

Cena ropy a zemného plynu by mala mať v budúcnosti rastúci charakter.

Sociálne prostredie

Medzi odberateľov Spoločnosti sa zaraďuje široké spektrum firiem pôsobiacich najmä v priemyselnom parku v okrese, kde Spoločnosť pôsobí. Preto nie je podstatné sa zaoberať jednotlivými skupinami obyvateľov.

Miera nezamestnanosti

Tabuľka č.7 Vývoj miery nezamestnanosti SR v %

Skutočnosť	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Miera nezamestnanosti	12,1	14,4	13,6	14	14,2	12,3	12,0
%							

Zdroj: ŠÚSR

Tabuľka č.8 Predikcia miery nezamestnanosti SR v %

Skutočnosť	2016	2017	2018	2019	2020
Predikcia %	11,5	11,0	10,7	10,2	10,0

Zdroj: ŠÚSR, INFOSTAT

Miera nezamestnanosti Slovenska sa pohybuje medzi 12% až 14%. Predikcia ukazovateľa nezamestnanosti je v dôsledku prílivu nových investorov do krajiny a vytvorenia nových pracovných miest pre nasledujúce roky klesajúca. Postupne by do roku 2020 mala klesnúť na úroveň 10%.

Technologické prostredie

Technologické prostredie, je často označované za najdôležitejší faktor, ktorý ovplyvňuje osud podnikov. Vzhľadom k tomu že technologické prostredie sa veľmi rýchlo mení je pre spoločnosť výhodné tieto zmeny sledovať a prispôbovať sa im. Pomocou nových technológií sa môžu podniky dostať často na nové trhy. Sledovať technológie a ich vývoj sa vyplatí najmä výrobným podnikom. Takisto šetrí čas a peniaze.

Európsky strategický plán pre energetické technológie, známy pod pojmom SET (the European Strategic Energy Technology Plan) je známy od roku 2007 a jeho hlavný cieľom je podpora nízkouhlíkových technológií pre energetiku. Cieľ je vytvoriť súbor politík a opatrení na podporu takzvaného cieľa 20-20-20, to znamená obmedziť do roku 2020 o 20% množstvo skleníkových plynov, zaistiť 20% podiel obnoviteľných zdrojov v skladbe zdrojov energie pre EÚ a znížiť celkovú primárnu spotrebu energie do roku 2020 o 20%. Zároveň majú nízkouhlíkové technológie posilniť konkurencieschopnosť Európy.

Fosilné zdroje a urán môžu byť vyčerpané v priebehu pár rokov.

Fosilné palivá pokrývajú celosvetovo približne tri štvrtiny konečnej spotreby energií. Obnoviteľné zdroje energie však v konečnej spotrebe energie, tak ako aj vo výrobe elektriny vždy zaisťovali väčší podiel ako jadrová energetika. V prípade ropy sa hovorí o takzvanom ropnom zlome. Produkcia konvenčnej ropy dosiahla už v roku 2012 maxima a podľa informácií Medzinárodnej agentúry pre energie do budúcnosti sa očakáva

jej pokles rýchlosťou 6,7% ročne. Ak by súčasné typy jadrových elektrární mali pokrývať v roku 2015 aspoň 25% celosvetovej výroby elektriny, tak podľa Pačesovej komisie: „V prípade alokácie prírodného uránu na celú dobu životnosti elektrární dôjdu zásoby prírodného uránu v roku 2050“. Zostávajú tri perspektívne energetické technológie: jadrová fúzia, rýchle množivé reaktory s uzatvoreným cyklom paliva a obnoviteľné zdroje spolu s energetickou efektívnosťou.

12.2 Analýza mikroekonomického prostredia

12.2.1 Porterov diamant – analýza konkurencie

Intenzita konkurencie vo vnútri odvetvia

Intenzita konkurencie vo vnútri daného odvetvia je pomerne vysoká ale stabilná. Spoločnosť má niekoľko silných konkurentov na území Slovenskej republiky v odvetví v ktorom pôsobí. Naopak v okrese a okolí kde má Spoločnosť sídlo nemá žiadnu konkurenciu. Je to z dôvodu vlastnej distribučnej siete. Iná spoločnosť si nemá ako založiť takúto sieť z dôvodu neexistencie voľných pozemkov cez ktoré by mohla byť takáto sieť napojená na štátnu trafostanicu. Spoločnosť predáva a distribuuje elektrinu a zemný plyn do priemyselného parku, ktorý je v obci Spoločnosti. Odberateľov má dlhodobu a stabilne „podchytených“ a preto sa nepredpokladá ani zmena tejto skutočnosti do budúcnosti. Konkurencia teda nie je pre Spoločnosť v obci žiadna, takisto vzhľadom na dlhú históriu dodávania energií pre podniky v priemyselnom parku je zmena dodávateľa od daných firiem málo pravdepodobná. Spoločnosť má vybudovanú lokálnu distribučnú sústavu na území kde pôsobí a odberatelia sú na sústavu pevne napojení. Výhodou je aj že v prípade ak by prišlo k prerušeniu dodávky z centrálnej slovenskej distribučnej siete, Spoločnosť vie pre svojich odberateľov vyrobiť elektrinu postačujúcu na chod podnikov.

Najsilnejší konkurenti sú zároveň aj najväčšími spoločnosťami v odvetví na území SR, preto majú od spoločnosti aktíva v neporovnateľne vyššej sume. Zároveň treba doplniť informáciu, že konkurencia predáva a distribuuje elektrinu a zemný plyn ako pre firmy tak aj pre jednotlivé domácnosti. Pre konkrétnejšiu predstavu je priložená tabuľka s hodnotami netto aktív a pridanom hodnotou.

Tabuľka č.9 Netto aktíva v EUR

NETTO AKTÍVA	2012	2013	2014
Konkurent 1	13 276 751	15 051 540	15 229 232
Konkurent 2	21 064 155	35 205 817	44 923 896
Konkurent 3	7 488 638	7 041 912	2 603 793
Spoločnosť	635 159	700 988	509 909

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ÚZ spoločností

Netto aktíva Spoločnosti majú v posledných troch obdobiach premenlivý charakter. Faktom ale je že od roku 2010 do roku 2013 mala hodnota netto aktív permanentne rastúci trend. V roku 2014 sa hodnota netto aktív znížila v dôsledku výrazného poklesu krátkodobého finančného majetku. Konkurent 1 a 2 má hodnotu netto aktív v tomto období s rastúcou tendenciou. Netto aktíva konkurenta 3 majú naopak klesajúcu tendenciu, najmä v poslednom sledovanom období kedy sa znížili z 7 041 912 eur na 2 603 793 eur.

Tabuľka č.10 Pridaná hodnota v EUR

PRIDANÁ HODNOTA	2012	2013	2014
Konkurent 1	2 964 059	1 995 868	2 459 612
Konkurent 2	3 204 826	4 304 898	7 681 493
Konkurent 3	361 616	257 559	-14 901
Spoločnosť	489 504	437 056	433 538

Pridaná hodnota Spoločnosti sa pohybuje okolo hodnoty 450 000 eur. Vzhľadom k veľkosti Spoločnosti ide o nadpriemernú hodnotu. Najlepšie sa javí vývoj pridanej hodnoty konkurenta 2, ktorého pridaná hodnota vzrástla za tri obdobia z 3 204 826 eur na 7 681 496 eur a má rastúci charakter. Najhoršie hodnoty tohto ukazovateľa dosahuje konkurent 3, ktorý má pridanú hodnotu v roku 2014 v záporných číslach.

Tabuľka č.11 Ceny dodávok energie

ELEKTRINA :		
Distribúcia elektriny	43,1711	E/MWh
Straty pri distribúcii	2,4136	E/MWh
Systémové služby	7,0500	E/MWh
Prevádzkovanie systému	22,9000	E/MWh

Zdroj: Urso.sk

Cena Spoločnosti pre dodávku zemného plynu pre rok 2016: 45 E/MWh.

Tabuľka č.12 Ceny dodávateľov elektriny pre rok 2016

Názov firmy	Cena/MWh	Navýšenie %
Slovenské elektrárne	35,90	15,81
ČEZ	36,85	18,87
Magna Energia	38,15	23,06
SPP	38,35	23,71
Západoslovenská energetika	39,07	26,03
Spoločnosť	40,30	30,00

Zdroj: Urso.sk

Ceny elektriny jednotlivých dodávateľov sú porovnávané s cenou elektriny na burze. Najnižšie navýšenie majú Slovenské elektrárne v hodnote 15,81%. Naopak najvyššie navýšenie, až 30%, má analyzovaná spoločnosť. Táto skutočnosť je spôsobená kvôli faktu, že Spoločnosť nie je priamym odberateľom elektriny z hlavnej slovenskej distribučnej siete. Preto musí odoberať elektrinu pre svoju ďalšiu činnosť od inej spoločnosti (distribútora napojeného na hlavnú distribučnú sieť) a teda má aj väčšiu prirážku.

Hrozba novej konkurencie

V poslednej dobe sa konkurenčné prostredie v ktorom Spoločnosť pôsobí zmenilo len minimálne. Toto prostredie by sme mohli považovať za relatívne stabilné. Nová konkurencia sa objavuje iba zriedka. Bariéry vstupu do odvetvia sú vysoké, čo sa týka najmä kapitálu na vybudovanie vlastnej distribučnej siete, kontaktov, informácií

a know-how pracovníkov. Na území kde pôsobí Spoločnosť nie je žiadny podnik s podobným zameraním. Na založenie podniku sú nutné špeciálne povolenia, vzdelanie, vedomosti a kapitál preto je hrozba novej konkurencie malá. Nato aby podnik v tejto oblasti mohol efektívne fungovať je potreba získania odborných vedomostí vzťahujúcich sa k tejto činnosti. V tejto oblasti musia byť zamestnanci pravidelne preškolení a poznať legislatívu štátu v ktorom pôsobia. Takisto musia stále dbať o kvalitu poskytovaných služieb a informácií.

Vyjednávacia sila zákazníkov

Spoločnosť má veľké množstvo odberateľov preto by sa mohlo zdať že vyjednávacia sila zákazníkov je nízka. Opak je však pravdou. Z pomedzi všetkých odberateľov majú dvaja z nich silnú pozíciu voči Spoločnosti týkajúcu sa ich vyjednávacej sily.

Je to z nasledujúceho dôvodu, dvaja z odberateľov tvoria na tržbách Spoločnosti:

Tabuľka č.13 Vplyv odberateľov

1. odberateľ	40%
2. odberateľ	30%

Možnosť substitúcie

Možnosť substitúcie nie je v tomto odvetví v súčasnosti takmer žiadna. Otázka substitúcie však bude veľmi aktuálnou témou do budúcnosti, pretože dochádza k vyčerpaniu zásob ropy.

Vyjednávacia sila dodávateľov

Vyjednávacia sila dodávateľov je vysoká. Spoločnosť mala do februára tohto roku dvoch dodávateľov a od roku 2015 bude mať iba jedného dodávateľa. Jeho vyjednávacia sila je voči Spoločnosti vysoká. V tomto odvetví je však prirodzené mať jedného alebo dvoch dodávateľov. Spoločnosť spolupracuje s daným dodávateľom už veľmi dlhé obdobie a neuvažuje o rozšírení svojich odberateľov. Táto skutočnosť nie je pre Spoločnosť úplne ideálna.

12.2.2 Analýza 7S

Stratégia

Spoločnosť je malý podnik, ktorý má piatich spoločníkov, pri čom jeden z nich je zároveň aj riaditeľ spoločnosti a rozhoduje o chode Spoločnosti. Spoločníci rozhodujú o fungovaní a napredovaní firmy. Stratégia sa prispôbuje meniacemu sa okolitému prostrediu. Dlhodobá stratégia Spoločnosti nie je však presne definovaná vo firemných dokumentoch. Za hlavný cieľ sa dá považovať zvýšenie (poprípade minimálne udržanie) podielu na trhu a zvýšenie celkového obratu Spoločnosti. Spoločnosť má výhodu v relatívne dlhodobom pôsobení na trhu. Takisto má dobré meno v kraji, kde pôsobí a tým pádom si udržuje aj stálych a pravidelných odberateľov.

Štruktúra

Vzhľadom k tomu že Spoločnosť zaradíme medzi malé podniky, nemá ani zložitú štruktúru. Spoločnosť má piatich vlastníkov, pri čom dvaja z nich sú zároveň aj pracovníkmi, jeden ako riaditeľ a druhý ako projektant elektrických projektov a rozvodov. Spoločnosť má v priemere 10-19 zamestnancov. Povinnosti sú medzi nich striktne rozdelené.

Systém riadenia

Vzhľadom na veľkosť Spoločnosti nie je potrebné investovať do nových technológií. Spoločnosť nepatrí medzi výrobné spoločnosti a nezaobrá sa výrobnými procesmi. Preto má iba základný informačný systém. Softvérové vybavenie ktoré vlastní, používa na evidenciu prijatých a uskutočnených dodávok a na administratívne účely.

Štýl riadenia

Štýl riadenia v Spoločnosti nie je presne stanovený. Záleží od problému a situácie. Vo všeobecnosti by sa dal štýl riadenia Spoločnosti považovať za autokratický. Na riešeniach sa v závislosti od situácie niekedy podieľajú aj zamestnanci, tým že vytvárajú rôzne podnety na riešenie. Na základe podnetov majiteľa spoločne rozhodujú

o najlepšom možnom riešení, ktoré vyhovuje väčšine z nich. Konečné rozhodnutie má jeden z vlastníkov Spoločnosti.

Spolupracovníci

Odvetvie v ktorom Spoločnosť pôsobí je vo veľkej miere upravované legislatívou štátu. Legislatívu musí Spoločnosť poznať, pretože ju vo veľa veciach obmedzuje a kontroluje. Zamestnanci nemusia mať vysokoškolské vzdelanie. Dôležité je aby dosiahli odborné vzdelanie a zameranie technického smeru. Od každého pracovníka s výnimkou administratívneho pracovníka sa vyžaduje odborné vzdelanie v oblasti techniky a energií. S čím súvisí aj poskytovanie kvalitných služieb v danej oblasti.

Zdieľané hodnoty

V globále je možné považovať za hlavnú prioritu Spoločnosti a teda všetkých pracovníkov poskytovanie služieb s najvyššou možnou kvalitou a distribuovať zemný plyn a elektrinu čo najväčšiemu počtu podnikov v okolí. Spoločnosť má za cieľ udržať si svojich odberateľov a teda poskytovať im čo najväčší komfort a pristupovať k nim s najväčšou možnou zodpovednosťou. Aby vždy obdržali pravdivé informácie ohľadom energií a služieb. Ďalej udržať si povest' dobrého a spoľahlivého podniku patrí medzi spoločné zdieľané hodnoty.

Schopnosti

Medzi hlavné výhody patrí vlastná distribučná sieť v areály, kde Spoločnosť pôsobí. Ako už bolo spomínané zamestnanci majú perfektné znalosti v danom odvetví, čo súvisí aj s dlhým pôsobením na trhu a navštevovaním rôznych odborných školení. Zamestnanci sú pravidelne preškolení a poskytujú odberateľom najnovšie informácie o poskytovaných službách. Tým Spoločnosť získava výhodu oproti ostatným konkurentom.

12.2.3 Hodnotenie perspektívnosti podniku

Analýza konkurenčnej sily Spoločnosti

Pre hodnotenie konkurenčnej sily je v práci použitá tabuľka, ktorá obsahuje faktory ovplyvňujúce konkurenčnú silu. Tabuľka je zhotovená na základe tabuľky zostrojenej profesorom Maříkom v knihe Metody oceňování podniku. Tabuľka ktorú uvádzame je upravená tak, aby lepšie vyhovela potrebám pre skúmanie konkurenčnej sily Spoločnosti.

Tabuľka č.14 Konkurenčná sila

Kritérium priame faktory	Váha	0	1	2	3	4	5	6	Body*Váha
1. Cenová úroveň	3			X					6
2. Šírka sortimentu	2					X			8
3. Kvalita služieb	2						X		10
4. Rýchlosť reakcie na potrebu zákazníka	3							X	18
5. Úroveň spoločnosti z pohľadu zákazníka	2				X				6
6. Účinnosť reklamy	1				X				3
7. Image firmy	1					X			4
Kritérium nepriame faktory	Váha	0	1	2	3	4	5	6	Body*Váha
8. Kvalita managementu	3					X			12
9. Majetok a investície	3				X				12
10. Finančná situácia	2					X			8
Celkom	22								87

Maximálny počet bodov	126
Dosiahnutý počet	87
Hodnotenie	69%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Analýza atraktivity trhu

Pre hodnotenie perspektívnosti podniku je potrebné zanalyzovať aj atraktivitu trhu na ktorom Spoločnosť pôsobí. Opäť je použitá upravená tabuľka pre potreby Spoločnosti, zhotovená podľa profesora Maříka.

Tabuľka č.15 Atraktivita trhu

Kritérium priame faktory	0	1	2	3	4	5	6
1. Kvalita služieb						X	
2. Cenová úroveň			X				
3. Výhody miesta							X
4. Výhody distribúcie						X	
5. Image firmy				X			
6. Servis a služby					X		
Kritérium nepriame faktory	0	1	2	3	4	5	6
7. Kvalita managementu					X		
8. Personál				X			
9. Majetok a investície				X			
10. Finančná situácia					X		
Početnosť bodov	0	0	1	3	3	2	1
Body * početnosť	0	0	2	9	12	10	6

Maximálny počet bodov	60
Získaný počet bodov	39
Hodnotenie	65%

Zdroj: Vlastné spracovanie

Cenová úroveň Spoločnosti – na základe porovnania cien s ďalšími konkurentami bolo zistené že Spoločnosť má ceny nad priemerom cien konkurencie, čo je uvedené v tabuľke cien dodávateľov elektriny Spoločnosti a konkurentov pre rok 2016. Vyššia cena je spôsobená väčšou prirážkou oproti cene energií na burze. Táto skutočnosť je kvôli nevyhnutnosti využívania vlastného distribútora, ktorý je napojený priamo na hlavnú distribučnú sieť štátu.

Spoločnosť rozvádza a distribuuje elektrinu aj zemný plyn, čo je výhodné z hľadiska toho že odberatelia môžu mať rovnakého dodávateľa elektriny a zemného plynu, čo je vzhľadom na administratívu pre odberateľov časovo a často aj finančne menej náročné.

Kvalita sa v odvetví elektriny nedá posudzovať pretože každá spoločnosť pôsobiaca v prostredí s energiami má rovnakú kvalitu. A teda v tejto oblasti Spoločnosť nemôže dosiahnuť konkurenčnú výhodu.

Odberatelia predlžujú zmluvy so svojim dodávateľom raz za rok. Výhodou Spoločnosti je že dokáže rýchlo reagovať na potreby, dotazy, sťažnosti pretože sídli v jednom areáli ako jej odberatelia. Reklamu nemá Spoločnosť takmer žiadnu. Nemá reklamné billboardy, reklamu na internete ani v meste ktorom pôsobí. Je to z dôvodu stálych odberateľov v obci, Spoločnosť nemá za cieľ získať odberateľov mimo obce, čo sa dá považovať za nevýhodu. V prípade rozširovania podnikov v areály kam Spoločnosť dodáva energie, uprednostní osobný kontakt.

Kvalita managementu je veľmi vysoká, management tvorí najmä riaditeľ, ktorý je zároveň aj jej vlastníkom. Veľmi veľké dlhoročné skúsenosti mu pomáhajú riešiť chod firmy a prípadne problémy s prehľadom. O čom svedčí aj výška majetku, ktorá je oproti podnikom s rovnakým zameraním a veľkosťou nadštandardná. Čo sa týka investícií Spoločnosť má určité rezervy a do budúcnosti sa chystá investovať vo väčšom rozsahu. V najbližšom období bude investovať do obnovy transformátorov.

Výhody miesta kde pôsobí nie sú ani podpriemerné, ani nadpriemerné. Dostupnosť miesta je priemerná. Spoločnosť naopak vyniká v poskytovaní služieb. Služby poskytuje a pre odberateľom robia zamestnanci, ktorí majú nadpriemerné poznatky v danej oblasti, pracujú precízne a dávajú dôraz na kvalitu.

Tabuľka č.16 Perspektívnosť Spoločnosti

Veľká konkurenčná sila	Podniky, ktoré by mali zmeniť zameranie svojho podnikania	Podniky s dobrou perspektívou	Podniky s jenoznačnou perspektívou
Stredná konkurenčná sila	Podniky, ktoré by mali zmeniť zameranie svojho podnikania	Podniky s prijateľnou perspektívou	Podniky s dobrou perspektívou
Nízka konkurenčná sila	Podniky takmer bez perspektívy	Podniky s malou perspektívou	Podniky s obmedzenou perspektívou
	Nízka atraktivita trhu	Stredná atraktivita trhu	Veľká atraktivita trhu

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe tabuliek atraktivity trhu a konkurenčnej sily

Na základe predošlých tabuliek sme prišli k záveru – Spoločnosť je podnik s dobrou perspektívou do budúcnosti.

12.3 Analýza relevantného trhu

Pre potreby zostrojenia práce bolo nevyhnutné vymedziť trh na ktorom Spoločnosť pôsobí. Zaradenie bolo uskutočnené na základe klasifikácií SK NACE. Spoločnosť sa zaoberá rozvodom a predajom elektriny ako aj rozvodom, distribúciou a predajom zemného plynu. Na základe týchto informácií patrí Spoločnosť podľa SK NACE do sekcie D dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu, konkrétne ide o D 35.1 výroba elektrickej energie, prenos a rozvod, D 35.2 výroba plynu, rozvod plynných palív potrubím. V nasledujúcich tabuľkách je možné vidieť vývoj tržieb, počtu zamestnancov, miezd, pridanej hodnoty a iných ukazovateľov v odvetví SK NACE sekcie D 35.

Tabuľka č.17 Vývoj tržieb v odvetví v tisíc EUR b.c.

SK NACE	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby	11 264 333	12 523 164	13 830 249	12 555 054	10 894 446
Index v s.c.	112,9 %	113,4%	103,0%	91,5%	93,0%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠÚSR

Vývoj tržieb v odvetví energií – elektrina a zemný plyn postupne stúpal. V rokoch 2010 a 2011 išlo o enormný rast , viac ako 12%. V roku 2013 výrazne poklesla cena elektriny a z tohto dôvodu museli firmy dodávať elektrinu podstatne lacnejšie. Oproti roku 2012 nastal pokles tržieb v odvetví o 8,5%. V roku 2014 doznieval vplyv poklesu cien z roku 2013. Do roku 2017 sa predpokladá stagnácia cien elektriny a nízky nárast cien zemného plynu. Po roku 2017 podľa uskutočnených prognóz má nastať rast cien oboch energií a tým aj rast tržieb v odvetví a spoločnosti.

Tabuľka č.18 Tržby Spoločnosti a jej konkurentov v tis. EUR

Tržby	2010	2011	2012	2013	2014
Spoločnosť	2 405	2 634	2 759	2 811	2 486
Konkurent 1	43 149	51 954	80 428	84 618	86906
Konkurent 2	17 772	43 419	90 794	127 222	195 836
Konkurent 3	X	152	269	280	313
Konkurent 4	2 145 933	2 848 676	3 473 047	2 783 399	2 338 863
Konkurent 5	169 385	172 461	61 534	61 290	58 239

Zdroj: Účtovné závierky spoločností

Spoločnosť pokladá za najvýznamnejších konkurentov najväčšie spoločnosti na území Slovenskej republiky (Konkurenta 4 a Konkurenta 5), ide o spoločnosti ako Slovenské elektrárne a Západoslovenská energetika. Od tohto faktu závisia aj tržby uvedené v tabuľke vyššie, preto je podstatnejší samotný vývoj tržieb ako ich výška. Tržby Spoločnosť dosahovali v rokoch 2010 až 2013 čoraz vyššie hodnoty. V sledovanom období v priebehu rokov 2010 – 2013 sa vyšplhali tržby z 2 405 tisíc eur na 2 811 tisíc

eur. V roku 2014 kvôli znižovaniu cien energií z roku 2013 tržby poklesli na hodnotu 2 486 tisíc eur. Klesajúci charakter tržieb má od roku 2012 Konkurent 4, ktorému poklesli tržby z 3 473 047 tisíc eur na 2 338 863 tisíc eur a konkurent 5 u ktorého je pokles v rokoch 2010 - 2014 z 169 385 tisíc eur na 58 239 tisíc eur. Naopak Konkurent 1, Konkurent 2 a Konkurent 3 sa vyznačujú rastom tržieb aj napriek poklesu ceny ropy a energií. Je evidentné že fakt poklesu cien energií ovplyvnil veľké množstvo spoločností podnikajúcich v oblasti energií.

Tabuľka č.19 Podiel spoločností na trhu

Obdobie	2010	2011	2012	2013	2014
Spoločnosť	0,0214%	0,0210%	0,0199%	0,0192%	0,0242%
Konkurent 1	0,3831%	0,4149%	0,5815%	0,3437%	0,4769%
Konkurent 2	0,1578%	0,3467%	0,6565%	0,1416%	0,3985%
Konkurent 3	X	0,0012%	0,0019%	0,0022%	0,0040%
Konkurent 4	19,0507%	22,7473%	25,1120%	17,0922%	26,1480%
Konkurent 5	1,5037%	1,3771%	0,4449%	1,3491%	1,5830%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa účtovných závierok spoločností

V tabuľke je uvedený podiel jednotlivých spoločností na trhu. Ako možno vidieť najväčší podnik Slovenskej republiky v danom odvetví, konkurent 4, dosahuje podiel nad úrovňou 20% a jeho vývoj je premenlivý. Podiel Spoločnosti sa pohybuje okolo 0,02%, avšak je potrebné dodať stúpajúci podiel na trhu v posledných dvoch obdobiach. Pri porovnaní posledných dvoch sledovaných období sa podiel Spoločnosti na trhu zvýšil z 0,0192% na 0,0242%.

Tabuľka č.20 Vývoj priemerného počtu zamestnancov v odvetví

SK NACE	2010	2011	2012	2013	2014
Počet zamestnancov	19 948	18 974	18 255	17 542	18 136
Index	97,3	95,1	96,2	96,1	103,4

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠÚSR

Najväčší počet zamestnancov bol v roku 2010, kedy pracovalo v odvetví 19 948 osôb, od tohto roku až po posledné sledované obdobie počet zamestnancov permanentne

klesal. Pravdepodobne išlo o rozhodnutie spoločností znižovať náklady po pôsobení hospodárskej krízy, náklady znižovali najmä cez osobné náklady (znižovanie počtu zamestnancov). Najnižší počet osôb pracujúcich v odvetví v rokoch 2010 – 2014 bol zaznamenaný v roku 2013 a to 17 542. Od roku 2010 do 2014 klesol počet ľudí pracujúcich v odvetví o 1 812 osôb.

Tabuľka č.21 Vývoj priemernej mzdy zamestnancov v EUR v odvetví

SK NACE	2010	2011	2012	2013	2014
Nominálna mzda	1 268	1 372	1 471	1 465	1 521
Index	106,8	108,2	107,2	99,6	103,8

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠÚSR

Tabuľka č.22 Vývoj priemernej mzdy v eurách v analyzovanej Spoločnosti

Obdobie	2010	2011	2012	2013	2014
Mzda	X	X	1027,0	1086,9	1161,7

Zdroj: Vlastné spracovanie z účtovnej závierky Spoločnosti

Vzhľadom k znižovaniu osobných nákladov, spoločnosti v odvetví dokázali zachovať rast priemerných miezd zamestnancov, výnimka bol rok 2013 kde išlo o nepatrné zníženie. Rovnaký priebeh tržieb bol u Spoločnosti, kde je každoročne zachytený pozitívny vývoj miezd. Od roku 2012 do roku 2014 bol v Spoločnosti zaznamenaný nárast miezd zamestnancov o 134,70 eur. Výška miezd sa pohybuje nad úrovňou 1 000 eur.

Tabuľka č.23 Produktivita práce z tržieb v EUR

Obdobie	2010	2011	2012	2013	2014
Produktivita práce	564 690	682 998	757 607	715 728	600 695
Index	116	119,2	107,1	95,2	90

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa ŠÚSR

12.4 Prognóza tržieb a regresná analýza

Jeden z najvýznamnejších krokov strategickej analýzy je uskutočniť odhad tržieb Spoločnosti pre nasledujúce obdobia. Neoddeliteľnou súčasťou prognózy tržieb Spoločnosti je aj predikcia vývoja trhu. Pre presnejšie zobrazenie sme pre prognózu použili trh podľa SK NACE D 35.1 výroba elektrickej energie, prenos a rozvod, D 35. 2 výroba plynu, rozvod plyných palív potrubím. Zaradenie bolo uskutočnené na základe klasifikácií SK NACE. Pri analýze trhu neboli dostupné predikcie spracované na úrovni SK NACE alebo ŠÚSR. Pre predpoveď vývoja trhu je vychádzané z hodnôt tržieb trhu D 35 pre Slovenskú republiku. Tieto historické údaje do roku 2015 sú spracované ŠÚSR. Budúci vývoj trhu je priamo naviazaný na vývoj cien ropy. Testovanie závislosti daných premenných bolo realizované pomocou štatistickej metódy – regresnej analýzy.

Cieľom je prognózovať tržby v budúcom období pomocou známych hodnôt z minulých období 2010–2014. Pomocou využitia Pearsonovho korelačného koeficientu bol určený ukazovateľ od ktorého v najvyššej miere závisí vývoj cien v odvetví energií. Hodnota Pearsonovho koeficientu je v rozmedzí od -1 do 1. Na základe vyhodnotenia testovania bola zistená najvyššia závislosť na cene ropy, od ktorej sú odvodené ceny energií. Závislosť vývoja ceny ropy Brent a tržieb daného odvetvia energií bola až 80%.

Tabuľka č.24 Pearsonov korelačný koeficient

Pearsonov korelačný koeficient	Hodnota
HDP(mld.eur)	0,41
Inflácia (%)	0,61
Nezamestnanosť (%)	0,63
Cena ropy Brent (USD/barel)	0,80

Vieme že najvyššia závislosť tržieb trhu sa prejavila v závislosti od ceny ropy Brent, pomocou tohto záveru bolo ďalej zisťované aký trend je najlepšie použiť pre prognózovanie budúcich hodnôt. Analyzované boli trendy lineárny, exponenciálny, logaritmický a mocninový.

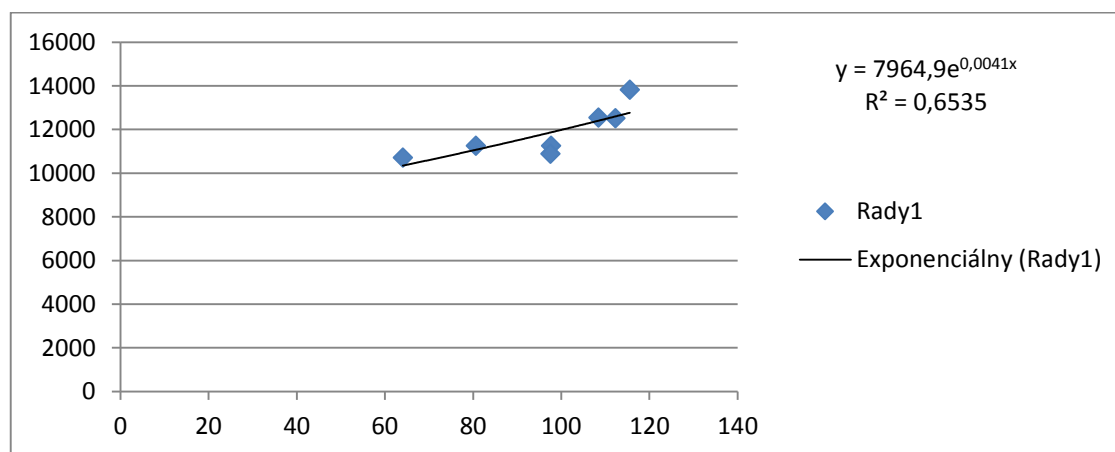
Koeficient determinácie R^2 bol najvyšší pri použití lineárneho a exponenciálneho trendu. Pri lineárnom trende dosiahol hodnotu 63,80% a pri exponenciálnom trende 65,35%. Rozdiely v týchto hodnotách sú zanedbateľné, je preto potrebné porovnať v minulých obdobiach skutočné s teoretickými hodnotami pri použití rôznych trendov.

Najviac sa priblížila skutočnosť a teoretické tržby pri použití exponenciálneho trendu.

Tabuľka č.25 Porovnanie skutočných a teoretických hodnôt za minulé obdobia

Obdobie	2011	2012	2013	2014	Celková odchýlka
X- Skutočnosť cena ropy	112,26	115,55	108,44	97,52	X
Y- Skutočnosť tržby trhu	12523	13830	12555	10894	X
Lineárny trend	12631	12792	12443	11908	2 272
Exponenciálny trend	12620	12792	12424	11880	2 252
Logaritmický trend	12551	12669	12409	11975	2 309
Mocninový trend	12511	12641	12369	11929	2 422

Graf č.7 Exponenciálny trend



Na základe predikčného testu, je pre prognózu tržieb trhu D 35 SR použitá exponenciálna závislosť tržieb trhu na cenách ropy. Výslednou funkciou použitou na predikciu tržieb trhu bola funkcia: $y = 7964,9e^{0,0041x}$ kde za x je dosadená cena ropy (USD/barel) a za y tržby trhu v mil. eur.

V tabuľke č.26 je zobrazený vývoj cien ropy Brent a tržieb trhu v mil.eur na základe historických dát získaných z ŠÚSR a INFOSTATU. Prognóza tržieb trhu je priamo naviadaná na vývoj cien ropy Brent. Vývoj ceny ropy mal až do roku 2014 rastúci charakter. Zlom nastal na prelome rokov 2014 a 2015 kedy začala cena ropy prudko klesať až dosiahla svoje minimum. Prognóza vývoja ceny ropy je pozitívna, pretože už dosiahla cenové dno takže už nemá kam klesať. Tržby trhu kopírovali vývoj ceny ropy. Rozdiel bol v roku 2013 kedy došlo k poklesu z 13 830 mil. eur na 12 555 mil. eur.

Tabuľka č. 26 Cena ropy Brent a vývoj trhu (mil.eur) do 2014

Obdobie	Cena ropy Brent	Tržby trhu
2008	97,67	11253
2009	64,09	10722
2010	80,65	11264
2011	112,26	12523
2012	115,55	13830
2013	108,44	12555
2014	97,52	10894

Zdroj: Vlastné spracovanie

V tabuľke č.27 je zobrazená prognóza trhu D 35 SR pre nasledujúcich 5 období. Nasledujúce hodnoty sú získané pomocou použitia exponencionálneho trendu uvedeného vyššie. Zároveň pre lepšiu orientáciu je zobrazené aj tempo rastu cien ropy Brent a trhu.

Tabuľka č. 27 Prognóza trhu D 35

Obdobie	Cena ropy Brent	Tempo rastu (%)	Tržby trhu	Tempo trhu reťazový index (%)
2008	97,67	X	11253,00	X
2009	64,09	0,66	10722,00	0,95
2010	80,65	1,26	11264,00	1,05
2011	112,26	1,39	12523,00	1,11
2012	115,55	1,03	13830,00	1,10

2013	108,44	0,94	12555,00	0,91
2014	97,52	0,90	10894,00	0,87
2015	54,39	0,56	9773,00	0,90
2016	42,90	0,79	9012,00	0,92
2017	60,00	1,40	10106,00	1,12
2018	73,50	1,23	10831,00	1,07
2019	72,80	0,99	10796,00	1,00

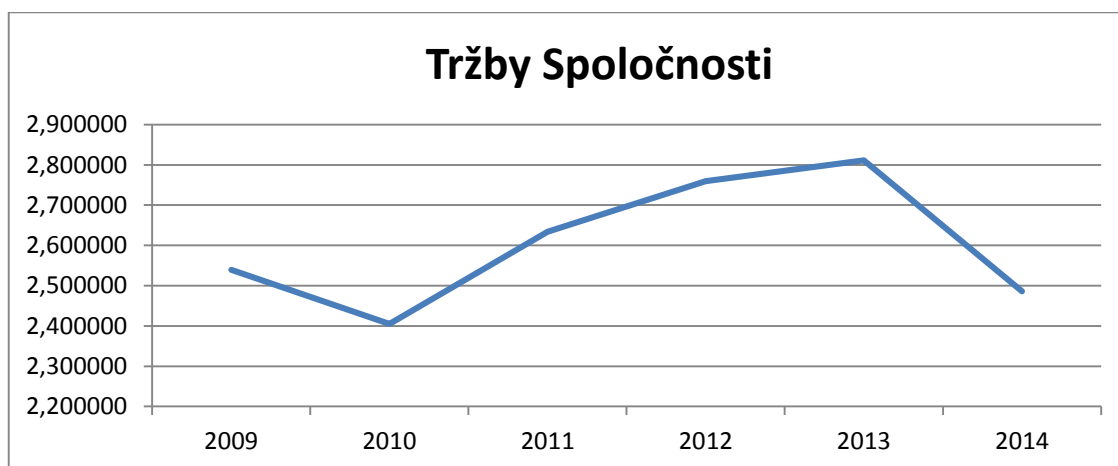
Z tabuľky je evidentný rast tržieb trhu G 47 v nasledujúcich obdobiach, čo je odvodené od rastu cien ropy. Vývoj tržieb trhu je premenlivý čo rovnako súvisí z nestálosťou cien ropy a energií na svetových burzách. Ku koncu roku 2014 a najmä v roku 2015 klesali rapidne ceny ropy a dosiahli cenu ktorá sa rovnala cenovému dnu. Ceny ropy majú postupne stúpať, Spoločnosť bude predávať energie drahšie a tržby opäť porastú. Na základe výkazov ktoré Spoločnosť zverejnila pred koncom roku 2015 sa jej podarilo posilniť svoj podiel na trhu. Táto skutočnosť je zapríčinená tým, že v čase poklesu cien ropy nakupovala energie lacnejšie ale predávala ich za rovnakú cenu ako pred poklesom cien ropy. Tým sa zvyšovali tržby Spoločnosti a rástol jej podiel.

Tržby Spoločnosti mali od roku 2010 stúpajúci charakter. Výnimkou bol rok 2014 kedy Spoločnosť stratila jedného z odberateľov a rovnako aj nečakaným poklesom cien ropy. Táto skutočnosť je už minulosťou. V priemyselnom parku sa vybudovali ďalšie dve firmy pre ktoré sa stala Spoločnosť predajcom elektriny a zemného plynu. To upevnilo jeho pozíciu na trhu. Do budúca sa predpokladá ďalšie rozširovanie podnikov v priemyselnom parku. Ako už bolo spomínané väčšina firiem s rovnakým zameraním bola tlačaná k poklesu cien za predaj energií, Spoločnosť však vďaka svojej vlastnej distribučnej sieti nebola nútená k poklesu cien za dodávané energie.

Tabuľka č.28 Vývoj tržieb za minulé obdobia

Obdobie	Tržby Spoločnosti	Tempo tržieb Spoločnosti	Podiel na trhu
2008	X	X	X
2009	2,539696	X	0,024%
2010	2,404960	0,95	0,021%
2011	2,633619	1,10	0,021%
2012	2,759295	1,05	0,020%
2013	2,811418	1,02	0,022%
2014	2,486396	0,88	0,023%

Graf č.8 Vývoj tržieb v EUR 2008-2014 (mil.EUR)



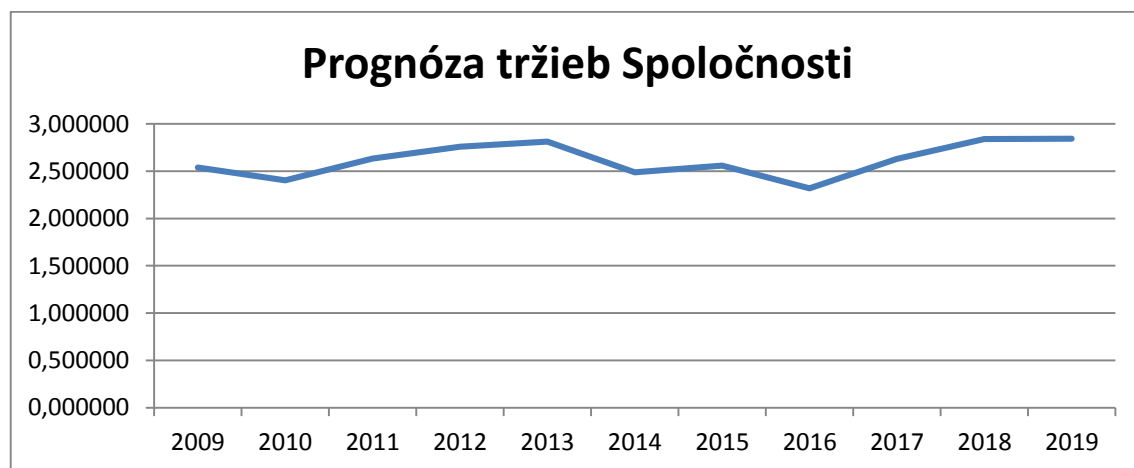
Tabuľka č. 29 Vývoj tržieb do roku 2019

Obdobie	Cena ropy	Tempo rastu	Tržby Spoločnosti	Tempo tržieb	Podiel na trhu	Tržby trh	Tempo trh
2008	97,67	X	X	X	X	11253	X
2009	64,09	65,62	2,539696	X	0,0237	10722	95,28
2010	80,65	125,84	2,404960	94,69	0,0214	11264	105,06
2011	112,26	139,19	2,633619	109,51	0,0210	12523	111,18
2012	115,55	102,93	2,759295	104,77	0,0200	13830	110,44

2013	108,44	93,85	2,811418	101,89	0,0224	12555	90,78
2014	97,52	89,93	2,486396	88,44	0,0228	10894	86,77
2015	54,39	55,77	2,560000	102,96	0,0262	9773	89,71
2016	42,90	78,87	2,319360	90,60	0,0258	9012	92,21
2017	60,00	139,86	2,631082	113,44	0,0261	10106	112,14
2018	73,50	122,50	2,841305	107,99	0,0263	10831	107,17
2019	72,80	99,05%	2,843010	100,06	0,0264	10796	99,68

Cena ropy je uvedená v USD/barel, tempo rastu v %, tržby Spoločnosti a trhu v mil.eur, a podiel na trhu je vyjadrený v %. Podiel Spoločnosti na trhu od roku 2017 rastie, je to z dôvodu rozširovanie priemyselného parku. V tomto prípade je zrejme zvyšovanie podnikov v priemyselnom parku. Väčšina z týchto podnikov nebude mať možnosť výberu dodávateľa energií, pretože neexistujú pozemky cez ktoré by sa mohli napojiť na štátnu distribučnú sieť. Z tohto dôvodu bude mať Spoločnosť prírastok nových odberateľov a tým aj väčší podiel na trhu. Od tohto faktu sa priamo odvíja aj rast tržieb Spoločnosti, keďže s pribúdajúcimi odberateľmi porastú aj tržby. V roku 2016 príde k poklesu z dôvodu dosiahnutia dna cien ropy a energií. V tomto období ešte nebudú nové podniky v priemyselnom parku. Takže budú klesať ceny energií a množstvo odberateľov sa v tomto období ešte nepredpokladá.

Graf č. 9 Vývoj tržieb Spoločnosti v 2005-2019 (mil.EUR)



Na základe posledných dvoch rokov kedy rástol podiel na trhu predpokladáme zväčšovanie tržného podielu aj naďalej vďaka rozrastaniu počtu firiem pre ktorých sa stáva Spoločnosť jediným dodávateľom energií kvôli vlastnej distribučnej sieti ktorá sa nachádza v priemyselnom parku, kde majú všetci odberatelia okrem jedného svoje sídla. Spoločnosť aj vďaka tejto skutočnosti nie je nútená znižovať ceny, zatiaľ čo väčšina firiem kvôli znižovaniu cien ropy znižuje aj svoje vlastné ceny.

13. Finančná analýza

Najdôležitejším nástrojom finančného riadenia je finančná analýza. Oceňovanie podniku sa v žiadnom prípade nemôže zaobísť bez finančnej analýzy.

Finančná analýza by mala byť zhotovená kvôli dvom hlavným úlohám:

- preveriť finančné zdravie podniku - zisťuje sa aká je hodnota podniku ku dátumu ocenenia, aký bol vývoj v minulosti a aký bude v najbližšej budúcnosti
- vytvoriť základ pre finančný plán podniku, na základe ktorého je potom vyvedená výnosová hodnota, tu slúži finančná analýza ako nástroj pomocou ktorého vytlačíme z minulého vývoju, čo najviac poznatkov a vedomostí pre plánovanie základných finančných veličín (Mařík, 2011)

Pre účely práce boli zistené ukazovatele, ktoré sú podstatné pre vyhodnotenie záverov dôležitých pre ocenenie Spoločnosti. Ukazovatele boli vypočítané na základe výročných správ Spoločnosti. Pre úplnosť informácií je treba poznať aj spôsob účtovania o zásobách – spoločnosť účtuje o zásobách spôsobom B, pri vyskladnení zásob používa metódu FIFO.

13.1 Analýza základných účtovných výkazov – súvahy

Tabuľka č.30 Súvaha Spoločnosti – vertikálna analýza %

Súvaha Spoločnosti	Vertikálna analýza %			
	2014	2013	2012	2011
AKTÍVA CELKOM	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlhodobý majetok	6,16%	5,02%	6,85%	9,44%
Dlhodobý hmotný majetok	6,00%	5,00%	7,00%	9,00%
Obežné aktíva	93,11%	94,43%	92,47%	90,20%
Krátkodobé pohľadávky	67,59%	35,47%	42,84%	39,21%
Krátkodobý finančný majetok	1,24%	6,42%	4,99%	5,97%
Finančné účty	23,04%	48,66%	41,55%	45,01%
Časové rozlíšenie	0,73%	0,55%	0,68%	0,36%
PASÍVA	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastný kapitál	82,95%	62,56%	73,45%	70,77%
Výsledok hospodárenia minulých rokov	48,31%	34,99%	38,23%	40,14%
Výsledok hospodárenia za ú.o. po zdanení	31,45%	25,25%	32,66%	27,91%
Cudzí zdroje	17,05%	37,44%	26,55%	29,23%
Dlhodobé záväzky	0,84%	0,56%	0,64%	0,69%
Krátkodobé záväzky	16,21%	36,82%	25,91%	28,47%
Ostatné pasíva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabuľka č. 31 Súvaha Spoločnosti – horizontálne analýza

Súvaha Spoločnosti	Horizontálna analýza–absolútna zmena			
	2014	2013	2012	2011
AKTÍVA CELKOM	-191079	65829	38806	17899
Dlhodobý majetok	-3814	-8305	-12797	-17581
Dlhodobý hmotný majetok	-3814	-8305	-12797	-17581
Obežné aktíva	-187138	74594	49395	35923
Krátkodobé pohľadávky	95994	-23472	38256	-12380
Krátkodobý finančný majetok	-38691	13305	-3931	-15688
Finančné účty	-223625	77226	-4536	12683
Časové rozlíšenie	-127	-460	2196	-431
PASÍVA	-191079	65829	38794	17911
Vlastný kapitál	-15552	-27990	44454	16437
Výsledok hospodárenia minulých rokov	1076	2454	3437	2952
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	-16628	-30444	41017	13485

Cudzie zdroje	-175527	93819	-5660	1474
Dlhodobé záväzky	328	-153	-47	-599
Krátkodobé záväzky	-175424	93541	-5229	1689
Ostatné pasíva	0	0	0	0

Tabuľka č.32 Súvaha Spoločnosti – horizontálne analýza %

Súvaha Spoločnosti	Horizontálna analýza -relatívna zmena%			
	2014	2013	2012	2011
AKTÍVA CELKOM	72,74%	110,36%	106,51%	103,09%
Dlhodobý majetok	89,17%	80,91%	77,27%	76,21%
Dlhodobý hmotný majetok	89,17%	80,91%	77,27%	76,21%
Obežné aktíva	71,73%	112,70%	109,18%	107,16%
Krátkodobé pohľadávky	138,61%	91,37%	116,36%	94,97%
Krátkodobý finančný majetok	14,03%	141,97%	88,97%	69,43%
Finančné účty	34,44%	129,26%	98,31%	104,96%
Časové rozlíšenie	96,71%	89,37%	203,10%	83,17%
PASÍVA	72,74%	110,36%	106,51%	103,10%
Vlastný kapitál	96,45%	94,00%	110,53%	104,05%
Výsledok hospodárenia minulých rokov	100,44%	101,01%	101,44%	101,25%
Výsledok hospodárenia za ú.o. po zdanení	90,61%	85,32%	124,64%	108,82%
Cudzie zdroje	33,12%	155,64%	96,75%	100,85%
Dlhodobé záväzky	108,34%	96,26%	98,86%	87,35%
Krátkodobé záväzky	32,03%	156,85%	96,92%	101,00%
Ostatné pasíva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Pomocou vertikálnej analýzy sa zisťuje podiel jednotlivých položiek na určitom celku. V prípade súvahy je za celok považovaná položka celkových aktív a celkových pasív a v prípade výkazu ziskov a strát je to položka tržieb (súčet tržieb za predaný tovar a poskytnuté služby). Vyjadrenie vertikálnej analýzy je v percentách.

Z tabuľky by sa mohlo zdať že Spoločnosť patrí medzi kapitálovo nenáročné podniky, ale nie je to pravda. Dlhodobý majetok vykazuje v nízkych hodnotách práve kvôli už spomínanému odpísaniu všetkých svojich trafostaníc. Podiel dlhodobého majetku sa pohybuje od 5,02% - 9,44%. Dlhodobý nehmotný majetok vykazuje v nulovej hodnote. Spoločnosť vlastní plne odpísaný softvér. Iný dlhodobý nehmotný majetok – oceneľné práva, goodwill, obstarávaný DNM, ostatný DNM, poskytnuté preddavky na DNM má

tiež v nulovej hodnote. Dlhodobý majetok tvorí dlhodobý hmotný majetok (5-9 % na celkových aktívach). Konkrétne ide o položky pozemky, stavby a SHV. Pozemky nezmenili hodnotu oproti minulému roku. Stavby sa znížili o čiastku, ktorá by mohla zodpovedať odpisom. SHV a súbory SHV majú v posledných dvoch rokoch nulovú hodnotu, dá sa predpokladať že je plne odpísaný. Spoločnosť plánuje investíciu do automobilov v najbližšom období. Dlhodobý finančný majetok vykazuje po dobu uvedených rokov nulové zostatky. Obežné aktíva sa podieľajú na celkových aktívach z 90,2% až 94,43%. Obežné aktíva teda tvoria takmer celé celkové aktíva. Na obežných aktívach sa najviac podieľajú krátkodobé pohľadávky (35,047% - 67,59%) a finančné účty (23,04% - 48,66%).

Čo sa týka pasív Spoločnosť mení pomer vlastného a cudzieho kapitálu. Počas rokov 2011 až 2014 sa podarilo zvýšiť vlastný kapitál zo 70,77% na 82,95% a znížiť cudzie zdroje z 29,23% na 17,05%. Na vlastnom kapitále tvorí najväčšiu časť položka výsledku hospodárenia minulých rokov, ktorá v roku 2014 tvorila až 48,31% z celkových pasív Spoločnosti. Druhou najrozsiahlejšou položkou vlastného kapitálu je výsledok hospodárenia po zdanení (25,25% - 32,66). Základné imanie sa podieľa na celkových pasívach minimálnou čiastkou. To isté platí aj o fondoch tvorených zo zisku. K zníženiu cudzích zdrojov prišlo prostredníctvom položky krátkodobých záväzkov, ktorú sa podarilo Spoločnosti znížiť z 28,47% na 16,21% celkových pasív. Krátkodobé záväzky tvoria najvyššiu položku v rámci cudzích zdrojov. Položka ostatných pasív má nulové hodnoty. Dlhodobé záväzky tvoria zanedbateľnú časť celkových pasív.

Horizontálna analýza nám objasňuje ako sa vyvíjali jednotlivé položky aktív, pasív a výkazu ziskov a strát v čase. Výsledkom tejto analýzy môže byť buď pozitívna alebo negatívna zmena.

Súvaha poskytuje informácie o celkovej výške majetku a zdrojov majetku. Taktiež aj podrobne vypovedá o ich štruktúre. Pre lepšie určenie budúcnosti je dobré posudzovať súvahy za viacero rokov a porovnávať ich s konkurenciou v danom odvetví.

Celkové aktíva Spoločnosti mali v období 2011 – 2013 stúpajúci charakter, čo bolo spôsobené najmä rastom obežných aktív. V roku 2014 sa znížila hodnota celkových aktív o 27,26% oproti roku 2013, v absolútnej hodnote ide o sumu 191 079 eur.

V danom roku nastal pokles ako aj dlhodobého majetku, tak aj obežného majetku. Najväčší pokles bol v krátkodobom majetku (o 38 691 eur) a v položke finančných účtov (o 223 625 eur). Najväčší nárast je možné vidieť v roku 2013 a to o 10,36% oproti roku 2012. Vzrástla výška dlhodobého majetku i obežných aktív. Tento nárast nastal vďaka zvýšeniu krátkodobého finančného majetku o 41,97% roku 2012 a finančných účtov o 29,26% roku 2012.

Dlhodobý majetok má počas celého sledovaného obdobia mierne klesajúci charakter. Dlhodobý majetok Spoločnosti tvorí dlhodobý hmotný majetok. Dlhodobý nehmotný a dlhodobý finančný majetok vykazuje nulové zostatky. Teda dlhodobý majetok je ovplyvňovaný DHM. Hodnota DHM sa znižuje kvôli odpisovaniu daného majetku. Hodnota dlhodobého majetku vykazuje nízke hodnoty z dôvodu plného odpisovania transformátorových staníc. V najbližšom období bude prichádzať k rekonštrukciám a obnove pôvodných transformátorov preto sa predpokladá veľký nárast dlhodobého majetku.

Obežný majetok mal v sledovanom období 2011 – 2013 stúpajúcu tendenciu. V roku 2014 poklesol takmer o 30% oproti predošlému roku. Ako bolo spomínané vyššie pokles spôsobil pokles finančných účtov a KFM.

Položka časové rozlíšenie aktív má striedavý charakter, avšak ide o čiastky ktoré nie sú vzhľadom na ich výšku významné.

Celkové pasíva kopírovali vývoj celkových aktív. Spoločnosť nezmenila výšku základného imania (13 2778 eur) ani zákonného rezervného fondu (2 988 eur) a rovnako má po celú dobu na účte ostatných pasív nulový zostatok. Na položke vlastného kapitálu sa najväčšou hodnotou podieľa výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení a teda aj výsledok hospodárenia minulých rokov. V roku 2012 bol najväčší prírastok položky výsledku hospodárenia o 41 017 eur, čo sa premietlo aj vo výške vlastného kapitálu a celkových pasív. V roku 2013 a 2014 bol pokles výsledku hospodárenia, v roku 2014 je možné sledovať aj pokles celkových pasív o 191 079 eur.

Položka vlastného kapitálu mala v období 2011, 2012 rastúcu tendenciu, naopak v rokoch 2013, 2014 nastal pokles spôsobený poklesom výsledku hospodárenia za

účetné obdobie po zdanení. VH po zdanení v roku 2013 poklesol o necelých 14,68% (30 444 eur) oproti 2012, pokles v roku 2014 bol o 9,39% (16 628 eur) oproti 2013.

Cudzie zdroje mali počas obdobia striedavý charakter. Dlhodobé záväzky mali okrem posledného roku 2014 klesajúci charakter. V roku 2014 vzrástli o 328 eur, čo je zanedbateľná suma. Naopak krátkodobé záväzky poklesli v roku 2014 o 175 424 eur. Najvyššiu hodnotu dosiahla položka krátkodobých záväzkov v roku 2013 a to 258 082 eur (nárast o 93 541 eur oproti 2012).

13.2 Analýza základných účtovných výkazov - výkazu ziskov a strát

Tabuľka č.33 Výkaz ziskov a strát Spoločnosti – vertikálna analýza %

Výkaz ziskov a strát Spoločnosti	Vertikálna analýza %			
	2014	2013	2012	2011
Tržby s predaja vlastných výrobkov, služieb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Spotreba energie, materiálu	80,25%	83,40%	80,61%	82,61%
Služby	2,31%	1,05%	1,65%	0,68%
Osobné náklady	8,41%	7,00%	7,23%	7,33%
VH z hospodárskej činnosti	8,86%	7,67%	9,41%	8,37%
Pridaná hodnota	17,44%	15,55%	17,74%	16,71%
Výnosy z finančnej činnosti, z toho:	3,27%	24,25%	10,09%	17,23%
Tržby z predaja CP a podielov	3,19%	24,24%	10,08%	17,22%
Náklady na finančnú činnosť, z toho:	3,84%	23,72%	10,21%	17,82%
Predané CP a podiely	3,66%	23,32%	9,75%	17,22%
VH za účtovné obdobie po zdanení	6,45%	6,30%	7,52%	6,32%

Tabuľka č.34 Výkaz ziskov a strát Spoločnosti – horizontálna analýza

Výkaz ziskov a strát Spoločnosti	Horizontálna analýza - absolútna zmena			
	2014	2013	2012	2011
Tržby s predaja vlastných výrobkov, služieb	-325022	52123	125676	228659
Spotreba energie, materiálu	-349309	120371	48706	206200
Služby	27805	-15800	27432	-3080
Osobné náklady	12206	-2723	6390	6877
VH z hospodárskej činnosti	4869	-44244	39367	9696
Pridaná hodnota	-3518	-52448	49538	25539

Výnosy z finančnej činnosti, z toho:	-600396	403325	-175477	13570
Tržby z predaja CP a podielov	-602327	403492	-175511	13567
Náklady na finančnú činnosť, z toho:	-571458	385322	-187629	9072
Predané CP a podiely	-564516	386435	-184570	13557
VH za účtovné obdobie po zdanení	-16628	-30444	41017	13485

Tabuľka č.35 Výkaz ziskov a strát Spoločnosti – horizontálna analýza %

Výkaz ziskov a strát Spoločnosti	Horizontálna analýza - relatívna zmena %			
	2014	2013	2012	2011
Tržby s predaja vlastných výrobkov, služieb	88,44%	101,89%	104,77%	109,51%
Spotreba energie, materiálu	85,10%	105,41%	102,24%	110,47%
Služby	193,83%	65,22%	252,39%	85,39%
Osobné náklady	106,20%	98,64%	103,31%	103,69%
VH z hospodárskej činnosti	102,26%	82,97%	117,86%	104,60%
Pridaná hodnota	99,20%	89,29%	111,26%	106,16%
Výnosy z finančnej činnosti, z toho:	11,92%	244,91%	61,33%	103,08%
Tržby z predaja CP a podielov	11,63%	245,08%	61,31%	103,08%
Náklady na finančnú činnosť, z toho:	14,32%	236,81%	60,02%	101,97%
Predané CP a podiely	13,88%	243,63%	59,31%	103,08%
VH za účtovné obdobie po zdanení	90,61%	85,32%	124,64%	108,82%

Vo výkaze ziskov a strát je možné pozorovať klesajúcu tendenciu tržieb 2014. Pokles tržieb v roku 2014 bol spôsobený poklesom cien energií a teda pozorovaný vývoj zaznamenali takmer všetky spoločnosti v danom odvetví. Naopak v rokoch 2011 - 2013 mali tržby permanentne rastúci charakter. Podobný priebeh bol zaznamenaný aj v položke spotreba energií a materiálu. V roku 2014 zaznamenali pokles oproti predošlému roku o 349 309 eur (14,9%). Spomínané náklady kopírujú vývoj tržieb Spoločnosti. Osobné náklady majú striedavý charakter čo spôsobuje meniaci sa počet zamestnancov Spoločnosti. Priemerné mzdy zamestnancov vykazujú rastúcu tendenciu. Jeden z najpodstatnejších ukazovateľov pre Spoločnosť je výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti. Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti mal okrem roku 2013 pozitívny vývoj. V roku 2014 kedy väčšina podobných spoločností v reakcii na pokles cien energií na burze vykazuje klesanie výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti, Energosam zvýšil túto položku o 2,26% (4 869 eur). Ako už bolo niekoľkokrát spomínané kvôli výraznému poklesu cien v roku 2013 sa znížila aj

položka pridanej hodnoty, avšak v poslednom období nastala stabilizácia a pridaná hodnota by mala opäť vzrásť.

Vo finančnej činnosti Energosamu je možné vidieť prudké výkyvy vo vývoji v jednotlivých obdobiach. Výkyvy sú spôsobené predajom CP a podielov.

Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení poklesol v posledných dvoch obdobiach. V roku 2013 išlo o pokles takmer 15% (30 444 eur) oproti roku 2012 a v roku 2014 o viac ako 9% (16 628 eur). Napriek tomu vykazuje Spoločnosť nadštandardne kladný zostatok výsledku hospodárenia po zdanení.

Tržby mali v rokoch 2011 až 2014 stabilnú výšku, ktorá sa vyznačovala len miernymi odchýlkami. Najlepším rokom čo sa týka tržieb bol rok 2013. Podiel nákladov na spotrebu energií na celkových tržbách sa pohybuje vo všetkých štyroch rokoch na úrovni okolo 80%. Má teda stabilný charakter. Náklady na služby nie sú vo vysokej výške ide o 1–2,31% z celkových tržieb. Osobné náklady mali v roku 2014 najvyšší podiel zo všetkých období na tržbách (takmer 8,5%). V predošlých troch obdobiach sa pohybovali na úrovni okolo 7%. Pravdepodobne to bolo zapríčinené zvyšovaním miezd zamestnancov. Podiel pridanej hodnoty na celkových tržbách je v rozmedzí od 15,55% do 17,74%. Najväčší podiel výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti bol v roku 2012 a 2014 kedy bola najnižšia spotreba energií a najvyššia pridaná hodnota. Čo malo za následok aj najvyšší podiel výsledku hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení v hodnote rok 2012 – 7,52% a rok 2014 – 6,45% celkových tržieb.

13.3 Analýza pomerových ukazovateľov

V účtovných výkazoch je možné nájsť absolútne hodnoty jednotlivých položiek, to však nestačí k tomu aby sa dali správne analyzovať. K tomu aby bolo možné jednotlivé položky analyzovať a nachádzať nové súvislosti je potrebné dávať ich do vzájomných pomerov. Tak vznikajú pomerové ukazovatele.

Existuje mnoho pomerových ukazovateľov avšak pre potreby práce sme uviedli len niektoré z nich.

13.3.1 Ukazovatele likvidity

Likvidita je neodmysliteľnou zložkou pre hodnotenie výkonnosti podniku. Nemôže existovať podnik ktorý je iba rentabilný. Musí zároveň disponovať dostatočnou hotovosťou a ostatnými likvidnými aktívami na uhradenie svojich záväzkov.

Pri skúmaní platobnej schopnosti porovnáme čím môže podnik platiť, s tým čo má podnik uhradiť. Pri zisťovaní platobnej schopnosti sa neberú do úvahy stále aktíva, pretože ich likvidnosť je malá a ich prípadný predaj nebude vytvárať peňažné prostriedky na úhradu bežných záväzkov. (Veber, 2009)

Tabuľka č.36 Likvidita Spoločnosti a konkurentov

Bežná likvidita	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	2,99	3,17	3,57	2,56	5,74
Konkurent 1	1,81	1,16	0,68	1,14	1,01
Konkurent 2	1,16	1,02	1,14	1,28	1,54
Konkurent 3	0,39	0,64	0,75	0,32	0,70
Odvetvie	1,59	1,49	1,53	1,33	2,25
Okamžitá likvidita	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	1,51	1,58	1,60	1,32	1,42
Konkurent 1	1,12	0,57	0,16	0,35	0,80
Konkurent 2	0,14	0,12	0,14	0,12	0,21
Konkurent 3	0,05	0,04	0,11	0,01	0,01
Odvetvie	0,70	0,58	0,50	0,45	0,61
Pracovný kapitál	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	333924	368158	422782	403835	392121
Konkurent 1	115183	35020	-37073	8678	525
Konkurent 2	755433	125164	1112663	3039613	4710136
Konkurent 3	-674963	-321540	-186209	-1005049	-219868
Odvetvie	132394	51701	328041	611769	1220729

Bežná likvidita by mala mať hodnoty v rozmedzí od 1,5 do 2,5, podľa Ing. Vorbovej by sa hodnoty bežnej likvidity mali pohybovať v rozmedzí o 1 – 2. Čím je hodnota vyššia, tým má Spoločnosť lepšie zachovanie platobnej schopnosti. Hodnota nižšia ako 1,5 (podľa niektorej literatúry hodnota nižšia ako 1) signalizuje zníženú likviditu, ktorá nie je priaznivá.

Hodnoty ukazovateľa bežnej likvidity Spoločnosti dosahujú v priebehu posledných 4 rokoch hodnoty od 2,25 do 5,74. Počas celého obdobia má hodnoty vyššie ako 1,5. Výška obežných aktív je dostačujúca pre pokrytie krátkodobých záväzkov. Hodnoty sú zároveň príliš vysoké. V porovnaní s konkurenciou hodnota bežnej likvidity Spoločnosti vykazuje od všetkých vyššie hodnoty. Konkurent 3 dosahuje hodnoty pod úrovňou odporúčaných hodnôt. Ostatní konkurenti majú hodnoty bežnej likvidity v rozmedzí odporúčaných hodnôt. Bežná likvidita za odvetvie dosahuje veľmi dobré hodnoty pohybujúcich sa od 1,33-2,25.

Ukazovateľ pohotovej likvidity nie je uvedený z dôvodu zanedbateľnej výšky zásob jednotlivých spoločností. Pohotovú likviditu by sa mala pohybovať nad úrovňou 1. Z ukazovateľov bežnej likvidity je pozorovateľné že Spoločnosť by mala tieto hodnoty nad úrovňou 2 počas celého obdobia. Pri tejto skutočnosti je potrebné dodať, že hodnota by nemala presiahnuť hodnotu 1,5. Vyššia hodnota je síce priaznivá z pohľadu veriteľov, ale pre manažment podniku je to signál nízkej výnosnosti podnikania, pretože veľká časť obežných aktív je viazaná vo forme pohotových prostriedkov.

Okamžitá likvidita vypovedá o aktuálnej platobnej schopnosti Spoločnosti. Hodnoty okamžitej (peňažnej) likvidity by mali podľa Syneka dosahovať hodnotu aspoň 0,2. Analyzovaná Spoločnosť má v priebehu pozorovaného obdobia hodnoty okolo 1,3 – 1,7 čo je opäť veľmi vysoká hodnota a je možné konštatovať, že Spoločnosť drží zbytočne veľký objem peňažných prostriedkov. Konkurent 2 a konkurent 3 majú hodnoty okamžitej likvidity pod odporúčanou hodnotou. Konkurent 1 dosahuje výsledky od 0,16 po 1,12 ktoré sa najviac prispôbujú odporúčanej hodnote nad 0,2.

Čistý pracovný kapitál by mal dosahovať kladné hodnoty, čo analyzovaná Spoločnosť dosahuje počas celej doby trvania. Podmienku vykazovať čistý pracovný kapitál nad

úrovňou 0 sa nepodarilo počas všetkých období konkurentovi 3 a v roku 2012 konkurentovi 1.

13.3.2 Ukazovatele rentability

Pomocou ukazovateľov rentability je dávaný do pomeru konečný efekt dosiahnutý podnikateľskou činnosťou k určitému vstupu. Pre účely práce boli ako vstup použité celkové aktíva, vlastný kapitál a tržby.

Tabuľka č.37 Ukazovatele rentability v %

ROA=EBIT/A	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	36,42%	36,95%	40,90%	30,74%	43,22%
Konkurent 1	12,25%	19,47%	9,41%	9,34%	7,59%
Konkurent 2	6,25%	-5,35%	10,19%	1,43%	6,97%
Konkurent 3	7,40%	8,00%	5,71%	4,30%	3,31%
Odvetvie	15,58%	14,77%	16,55%	11,45%	15,27%
ROE=EAT/VK	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	37,71%	39,43%	44,47%	40,36%	37,92%
Konkurent 1	16,20%	30,13%	10,70%	27,11%	17,83%
Konkurent 2	51,55%	23,79%	73,64%	27,95%	30,41%
Konkurent 3	15,17%	15,85%	16,84%	11,81%	4,18%
Odvetvie	30,16%	15,41%	36,41%	26,81%	22,58%
ROS=EAT/T	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	6,36%	6,64%	7,52%	6,30%	7,15%
Konkurent 1	56,56%	93,78%	162,42%	148,13%	105,36%
Konkurent 2	0,63%	-0,12%	1,01%	0,46%	0,56%
Konkurent 3	17,13%	16,05%	15,55%	15,99%	7,26%
Odvetvie	20,17%	29,09%	46,62%	42,72%	30,08%

Rentabilita celkových aktív sa inak nazýva aj produkčná sila. Do pomeru sa dostáva zisk a celkové aktíva bez ohľadu na to akým spôsobom sú financované. V práci je uvedený tento ukazovateľ s použitím EBIT, čo je výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi. Bol použitý kvôli meniacej sa sadzba dane zo zisku v čase a meniacej sa štruktúry financovania. Odráža či dokáže podnik využiť svoju majetkovú bázu. ROA má kolísavý vývoj v období rokov 2011 – 2014. Najvyššia hodnota je v roku 2014, kedy mala Spoločnosť aj najvyššiu pridanú hodnotu. Táto skutočnosť je zaujímavá pretože v roku 2014 klesali ceny energií a takisto aj výsledok hospodárenia po zdanení. Dá sa

konštatovať pomerne stabilná rentabilita celkových aktív z EBIT (30–40%). V porovnaní s konkurenciou v danom odvetví, kde je priemer okolo 15% dosahuje Spoločnosť dvojnásobne vyššie hodnoty. Po Spoločnosti má najvyššiu hodnotu ukazovateľa ROA konkurent 1, ktorý dosahuje hodnoty okolo 7-19,5%.

Minimálne odchýlky vykazuje Spoločnosť vo vývoji ukazovateľa ROE – rentabilite vlastného kapitálu (38%-45%). Stabilitu zabezpečuje pomerne stabilný výsledok hospodárenia. Priemerná hodnota troch konkurentov je v rozpätí 15,41% v roku 2011 po 36,41% v roku 2012. Spoločnosť teda dosahuje 1,5-násobne hodnoty rentability vlastného kapitálu, čo je pre Spoločnosť výborným znamením.

Od dosiahnutých tržieb sa odvíja ukazovateľ ROS – rentabilita tržieb. Najvyššie tržby mala Spoločnosť v roku 2012 kedy je najvyšší i ukazovateľ ROS (7,52%). V ostatných troch obdobiach sa jeho hodnoty pohybovali okolo 6,5%. Pri tomto ukazovateli naopak dvaja z konkurentov dosahujú niekoľko násobne vyššie hodnoty – to znamená že z jedného eura tržieb dosahujú vyšší zisk. Priemer v odvetví sa pohybuje na úrovni okolo 30% a dosahuje vyššie hodnoty ukazovateľa ROS ako analyzovaná Spoločnosť.

Z predošlých výpočtov je očividné že v Spoločnosti okrem posledného roku hodnota ROE prevyšovala hodnotu ROA, čím je splnené podmienka efektívneho využívania cudzích zdrojov. V roku 2014 bola hodnota ROE o približne 5% nižšia ako hodnota ROA, cudzie zdroje neboli efektívne využívané. Celkovo však v podniku priaznivo pôsobí finančná páka.

13.3.3 Ukazovatele aktivity

Ukazovatele aktivity majú veľkú výpovednú hodnotu, odpovedajú na otázky:

- Ako podnik hospodári s aktívami a jednotlivými zložkami?
- Ako vplýva hospodárenie na výnosnosť a likviditu podniku?

(Mařík, 2011)

Tabuľka č.38 Ukazovatele aktivity

Obrat aktív	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	4,16	4,43	4,34	4,01	4,91
Konkurent 1	0,21	0,21	0,06	0,06	0,06
Konkurent 2	6,67	5,35	6,06	5,62	5,71
Konkurent 3	0,32	0,38	0,44	0,34	0,26
Odvetvie	2,84	2,59	2,73	2,51	2,73
Doba obratu aktív	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	86,59	81,26	82,87	89,76	73,32
Konkurent 1	1706,55	1751,27	6186,96	6150,10	6261,73
Konkurent 2	53,97	67,23	59,42	64,03	63,09
Konkurent 3	1138,36	947,75	814,37	1066,51	1395,84
Odvetvie	746,37	711,88	1785,90	1842,60	1948,49
Doba inkasa pohľadávok	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	36,86	31,86	35,50	31,85	49,55
Konkurent 1	204,23	245,58	151,98	30,97	43,70
Konkurent 2	40,30	50,64	50,35	46,38	47,67
Konkurent 3	111,45	100,05	78,36	117,00	158,05
Odvetvie	98	107	79	57	75
Doba splatnosti kr.závazkov	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	25,16	23,13	21,47	33,05	11,89
Konkurent 1	301,15	456,57	679,77	364,07	233,41
Konkurent 2	39,56	56,26	50,35	47,16	35,82
Konkurent 3	186,37	111,44	76,48	190,70	112,57
Odvetvie	138,06	161,85	207,02	158,74	98,42

Ukazovateľ obratu aktív je spolu s ukazovateľom rentability aktív hlavnými ukazovateľmi efektívnosti. Vypovedá o efektívnosti využívania celkových aktív, udáva koľkokrát za rok sa celkové aktíva obrátia v tržbách. Tento ukazovateľ je ovplyvnený odpisovou metódou a jeho doporučená hodnota je minimálne na hranici 1. Platí že čím

vyššia hodnota ukazovateľa obratu aktív, tým lepšie využívanie aktív. Spoločnosť má počas celého obdobia hodnoty nad úrovňou hodnoty 4, teda efektívne využíva svoje aktíva. Jeden z konkurentov vykazuje vyššie hodnoty a to na úrovni okolo 6. Na druhej strane zvyšní dvaja konkurenti a priemer v odvetví je nižší pre ukazovateľ obratu aktív.

Doba obratu aktív vyjadruje účinnosť využívania aktív. Zrýchlením obratu priaznivo vplýva na rentabilitu Spoločnosti. Doba obratu aktív sa pohybuje medzi 73 – 90 dní. Konkurenti 1 a 3 majú hodnotu doby obratu aktív niekoľko násobne vyššiu, vďaka čomu je aj priemer v odvetví oveľa vyšší ako priemer Spoločnosti za jednotlivé roky. Doba obratu aktív je nižšia u konkurenta 2, u ktorého táto doba predstavuje okolo 54-67 dní.

Doba inkasa pohľadávok sa výraznejšie zvýšila iba v poslednom sledovanom období 2014, kedy sa doba inkasa pohľadávok dostala na 50 dní. V predošlých troch obdobiach bola doba inkasa pohľadávok okolo 30 – 35 dní. Z pomedzi všetkých konkurentov Spoločnosť najrýchlejšie inkasuje pohľadávky. Priemer v odvetví je v rozmedzí 57-107 dní.

Doba inkasa pohľadávok je okrem roku 2013 vyššia ako doba splatnosti krátkodobých záväzkov, čím Spoločnosť negatívne vplýva na prevádzkový cash flow. V odvetví je počas všetkých analyzovaných období doba splatnosti krátkodobých záväzkov vyššia ako doba inkasa pohľadávok.

Doba splatnosti krátkodobých záväzkov je krátka z dôvodu dodržiavania energetického zákona podľa ktorého by svoje záväzky mala spoločnosť s takýmto zameraním splatiť do 14 dní. Spoločnosť má dobu splatnosti krátkodobých záväzkov od všetkých konkurentov aj priemeru v odvetví kratšiu.

13.3.4 Ukazovatele zadlženosti

Ukazovatele ktoré majú výpovednú hodnotu v oblasti zadlženosti podniku sa inak nazývajú ukazovatele dlhodobej finančnej stability. Pomocou ukazovateľov zadlženosti meriame ako podnik využíva k financovaniu cudzie zdroje a ako je schopný hradiť si svoje záväzky z vlastných zdrojov.

Tabuľka č.39 Ukazovatele zadlženosti

Koeficient samofinancovania	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	0,70	0,71	0,73	0,63	0,83
Konkurent 1	0,74	0,64	0,88	0,32	0,34
Konkurent 2	0,08	0,03	0,08	0,09	0,10
Konkurent 3	0,36	0,38	0,41	0,46	0,45
Odvetvie	0,47	0,44	0,53	0,37	0,43
Celková zadlženosť	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	30%	29%	27%	37%	17%
Konkurent 1	26%	36%	12%	68%	66%
Konkurent 2	92%	93%	92%	91%	90%
Konkurent 3	64%	62%	59%	54%	55%
Odvetvie	53%	55%	47%	63%	57%
Koeficient zadlženosti	2010	2011	2012	2013	2014
Analyzovaná spoločnosť	0,43	0,41	0,36	0,60	0,21
Konkurent 1	0,36	0,56	0,13	2,13	1,94
Konkurent 2	11,19	36,29	11,09	9,76	8,57
Konkurent 3	1,79	1,60	1,45	1,19	1,23
Odvetvie	3,44	9,72	3,26	3,42	2,99

Spoločnosť v posledných rokoch zmenila pomer financovania pomocou vlastných zdrojov a cudzích zdrojov len v malej miere. Pomer vlastného a cudzieho kapitálu je v analyzovanej Spoločnosti pozitívny, pretože rentabilita vlastného kapitálu prevyšovala rentabilitu celkových aktív s výnimkou roku 2014. V poslednom roku sa nedá konštatovať správny pomer vlastného a cudzieho kapitálu. Je potrebné podotknúť že Spoločnosť nečerpá žiadny dlhodobý úver a v položke dlhodobých záväzkov vykazuje len minimálne zostatky. Pre veriteľov je tento pomer atraktívny. Konkurencia v odvetví má nižší pomer vlastného kapitálu voči cudziemu (nedosahujú taký veľký podiel vlastného kapitálu na celkových aktívach).

13.4 Indexy hodnotenia podniku

V diplomovej práci sú zobrazené tri indexy ktoré hodnotia podnik. Je nevyhnutné poznamenať že väčšina z modelov je určených a zhotovených najmä pre výrobné podniky. Prvý z použitých indexov je index IN 99 ktorý bol rovnako navrhnutý pre výrobné podniky. Index IN 99 je viac považovaný za bonitný ako za bankrotný a je konštruovaný z pohľadu vlastníka. Index IN 95 je naopak pokladaný za bankrotný model. Odlišnosťou je že koeficienty jednotlivých vstupov sú rozlíšené podľa odvetvia. Tento index sa teda zameriava hlavne na schopnosť podniku včas splácať záväzky. Pre doplnenie je použitý aj Tafflerov model. Tafflerov model je bankrotný model založený na diskriminačnej analýze.

13.4.1 Bonitný model IN 99

Základná rovnica je $IN\ 99 = -0,017 \cdot X_1 + 4,573 \cdot X_2 + 0,481 \cdot X_3 + 0,015 \cdot X_4$.

Tabuľka č.40 Bonitný model IN 99

Ukazovateľ	Váha	2014	2013	2012	2011
X1 Aktíva/CZ	-0,02	5,866	2,671	3,767	3,422
X2 EBIT/Aktíva	4,573	0,432	0,307	0,409	0,370
X3 Tržby/Aktíva	0,481	4,910	4,011	4,344	4,430
X4 OA/ kr. CZ	0,015	5,744	2,565	3,569	3,169
Celkom		4,324	3,326	3,949	3,812

Interpretácia indexu IN:

IN 99 je väčší ako 2,070 = podnik tvorí hodnotu (čistý zisk)

IN 99 je menší ako 0,684 = podnik tvorí zápornú hodnotu čistého ekonomického zisku

IN 99 je v intervale 0,684 až 2,070 = šedá zóna

Spoločnosť v období 2011 dosiahla hodnotu 3,812, v roku 2012 – 3,949, 2013 – 3,326 a v poslednom sledovanom období 2014 najvyššiu hodnotu 4,324. Všetky hodnoty sú vysoko nadpriemerné a takisto dosahujú hodnoty nad 2,070 a teda Spoločnosť tvorí hodnotu (čistý zisk), čo je pre ďalšie napredovanie významne pozitívna skutočnosť.

13.4.2 Bankrotný model IN 95

Váhy v nasledujúcom modeli boli priamo prispôbené odvetviu kde Spoločnosť pôsobí – predaj energií.

Tabuľka č.41 Bankrotný model IN 95

Ukazovateľ	Váha	2014	2013	2012	2011
X1 Aktíva/CK	0,15	5,866	2,671	3,767	3,422
X3 EBIT/Aktíva	4,61	0,432	0,307	0,409	0,37
X4 Tržby/Aktíva	0,72	4,91	4,011	4,344	4,43
X5 OA/kr. CZ	0,1	5,744	2,565	3,569	3,169
Celkom		6,98	4,96	5,935	5,726

Interpretácia indexu IN 95:

Index je väčší ako 2,00 = podnik je finančne zdravý

Index v rozmedzí 1,00 až 2,00 = podnik s potenciálnymi finančnými problémami

Index je menší ako 1 = podnik je finančne nezdravý

Spoločnosť počas celého sledovaného obdobia dosahuje hodnoty indexu väčšie ako 2,00, čo vypovedá o tom že Spoločnosť je finančne zdravá a nemá problém so splácaním svojich záväzkov.

13.3.3 Bankrotný model – Tafflerov model

Tabuľka č.42 Tafflerov model

Ukazovateľ	Váha	2014	2013	2012	2011
X1 EAT pred zdanením /kr.záv.	0,53	2,494	0,892	1,559	1,211
X2 OA/Z	0,13	5,462	2,522	3,483	3,086
X3 Kr.Z/A	0,18	0,162	0,368	0,259	0,285
X4 T/A	0,16	4,910	4,011	4,344	4,430
Celkom		2,847	1,509	2,021	1,803

Interpretácia výsledkov:

Ak je výsledná hodnota nižšia ako 0,2 – vysoká pravdepodobnosť bankrotu.

Ak je výsledná hodnota vyššia ako 0,3 – nízka pravdepodobnosť bankrotu.

Spoločnosť vykazuje hodnoty pohybujúce sa od 1,509 do 2,847 čo vysoko prevyšuje hodnotu 0,3. Pravdepodobnosť bankrotu je teda minimálna.

14. SWOT analýza

<p style="text-align: center;">Silné stránky</p> <ul style="list-style-type: none">• Takmer žiadna konkurencia v oblasti kde Spoločnosť pôsobí• Kvalifikovaní zamestnanci• Dlhoročné skúsenosti v obore• Dobré výsledky rentability• Nadpriemerná kvalita poskytovaných služieb• Dlhodobé pôsobenie na trhu• Pravidelné školenia a kurzy• Jednoduchá štruktúra vedenia• Nízka zadlženosť• Stabilní odberatelia• Vlastná distribučná sieť	<p style="text-align: center;">Slabé stránky</p> <ul style="list-style-type: none">• Traja veľmi silní konkurenti v republike• Značná závislosť od dodávateľov• Nie je vypracovaná konkrétna dlhodobá stratégia• Nie sú presne definované povinnosti jednotlivých zamestnancov• Veľmi slabé spracovanie webovej stránky• Vysoké ceny
<p style="text-align: center;">Príležitosti</p> <ul style="list-style-type: none">• Vstup na nové trhy• Možnosť získania odberateľov mimo priemyselného areálu• Podpora malých podnikov zo strany štátu• Dobrá pozícia voči odberateľom a veriteľom	<p style="text-align: center;">Hrozby</p> <ul style="list-style-type: none">• Nestabilné politické prostredie• Legislatívne obmedzenia• Neustála zmena legislatívy• Výkyvy vo vývoji cien ropy• Vznik novej konkurencie

15. Generátory hodnoty

Všetky hodnoty v nasledujúcich tabuľkách sú uvedené v mene euro.

15.1 Prevádzkovo potrebné a nepotrebné aktíva

Aby sme mohli Spoločnosť oceniť je nevyhnutné rozdeliť majetok na prevádzkovo potrebný a prevádzkovo nepotrebný. Po tomto rozdelení je možné analyzovať generátory hodnôt podniku.

Tabuľka č.43 Rozdelenie majetku

Rozdelenie majetku	2010	2011	2012	2013	2014
Dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Dlhodobý hmotný majetok	73 888	56 307	43 510	35 205	31 391
Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný	73 888	56 307	43 510	35 205	31 391
Zásoby	29	19	19 625	36	31
Pohľadávky	246 225	233 845	272 101	248 749	344 623
Ostatné aktíva	2 561	2 130	4 326	3 866	3 739
Krátkodobé záväzky	168 081	169 770	164 541	258 082	82 658
Ostatné pasíva	0	0	0	0	0
Prevádzkovo nutné peniaze	100 849	101 862	98 725	154 849	49 595
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	181 583	168 086	230 236	149 418	315 330
Investovaný kapitál prev.nutný	255 471	224 393	273 746	184 623	346 721

Z tabuľky č. 41 je možné vidieť že prevádzkovo nutný dlhodobý majetok tvorí iba dlhodobý hmotný majetok. Dlhodobý hmotný majetok tvoria pozemky a stavby Spoločnosti. Spoločnosť v posledných obdobiach neeviduje žiaden dlhodobý nehmotný majetok. Do pracovného kapitálu prevádzkovo nutného patria prevádzkovo nutné peniaze, zásoby, pohľadávky a ostatné aktíva od ktorých sa odpočítajú krátkodobé záväzky a ostatné pasíva. Prevádzkovo nutné peniaze sa vypočítajú ako súčin prevádzkovo nutnej likvidity a krátkodobých záväzkov.

15.2 Zisková marža a jej analýza

Na to aby sme mohli prognózovať ziskovú maržu musíme poznať jej vývoj v minulých obdobiach. Plán ziskovej marže sa môže vykonať zhora aj zdola.

15.2.1 Výpočet ziskovej marže spôsobom zhora a jej prognóza

Tabuľka č.44 Výpočet ziskovej marže zhora skutočnosť a predikcia do budúcnosti

Obdobie	2010	2011	2012	2013	2014
Korigovaný prevádzkový zisk pred odpismi	217 042	229 592	272 546	223 710	206 888

Obdobie	2015	2016	2017	2018	2019
Korigovaný prevádzkový zisk pred odpismi	224 700	203 640	231 009	249 467	249 616

Zisková marža bola v posledných piatich obdobiach 2010-2014 relatívne stabilná.

Zisková marža bola v týchto rokoch v priemere vo výške 8,78%. Ak prihliadneme k faktu že zisková marža neklesala ani nestúpala v priebehu krízy ani po nej, môžeme rátať aj naďalej so stabilnou výškou ktorá sa bude pohybovať okolo 9%.

15.2.2 Výpočet ziskovej marže spôsobom zdola a jej prognóza

Tabuľka č.45 Výpočet ziskovej marže zdola

Podiel z tržieb	2010	2011	2012	2013	2014	Prognóza
Obchodná marža	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pridaná hodnota	17,23%	16,71%	17,74%	15,55%	17,44%	16,93%
Osobné náklady	7,75%	7,33%	7,23%	7,00%	8,41%	7,54%
z toho Mzdové náklady	5,75%	5,44%	5,36%	5,10%	6,17%	5,57%
Náklady na sociálne zabezpečenie	1,77%	1,68%	1,66%	1,69%	2,03%	1,77%
Dane a poplatky	0,45%	0,38%	0,36%	0,35%	0,47%	0,40%
Ostatné provozné položky	0,02%	0,27%	0,27%	0,24%	0,24%	0,21%

Spoločnosť nemá ako predmet činnosti nákup a predaj tovaru, z tohto dôvodu vykazuje obchodnú maržu v nulovej výške. Pri sledovaní výkonovej spotreby ako aj ďalších

položiek vidíme že v priebehu rokov 2010-2014 nedošlo k žiadnym vážnym odchýlkam v dosiahnutých výsledkoch. Pridaná hodnota sa v období 2010 – 2014 pohybuje okolo úrovne 17%. Priemerný podiel výkonovej spotreby na výkonoch je 83%, počas sledovaného obdobia bola najväčšia odchýlka o necelé dve percentá. Rovnako to bolo aj s vývojom osobných nákladov. V poslednom roku bol mierny nárast osobných nákladov z dôvodu zvyšovania miezd zamestnancov. Vďaka stabilnému vývoju jednotlivých položiek je predikcia do budúcnosti vykonaná pomocou priemeru jednotlivých hodnôt v sledovaných obdobiach.

15.3 Analýza pracovného kapitálu a jeho prognóza

Na začiatku analýzy pracovného kapitálu je vypočítaný ukazovateľ doby obratu pre zásoby, pohľadávky, dlhodobé a krátkodobé záväzky. Tento ukazovateľ má pre analýzu dobrú vypovedaciu hodnotu.

Tabuľka č.46 Doba obratu položiek pracovného kapitálu

Doba obratu v dňoch vo vzťahu k výkonom	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zásoby	0,004	0,003	2,560	0,005	0,004	0,52
Pohľadávky (celkom)	36,858	31,965	35,501	31,852	49,897	37,21
Krátkodobé záväzky	25,160	23,207	21,467	33,047	11,968	22,97
Dlhodobé záväzky	0,709	0,565	0,533	0,504	0,617	0,59

Spoločnosť sa nezaobráva výrobnou činnosťou a preto má zásoby takmer v nulovej hodnote, o čom vypovedá aj doba obratu zásob. Prognóza doby obratu zásob je založená na tomto predpoklade a bola vypočítaná priemerom za predošlé obdobia.

Doba obratu pohľadávok je až na výnimku v roku 2013 vyššia ako doba obratu záväzkov. Ideálna situácia by nastala ak by sa tieto doby obratov priblížili k rovnakej hodnote. Treba dodať že Spoločnosť nečerpá bankové úvery. Priemerná doba obratu zásob je okolo 37 dní, čo sa prejavilo aj v predikcii tejto hodnoty do budúcnosti. Mierny nárast pohľadávok nastal v roku 2014 kedy jeden z väčších odberateľov prestal uhrádzať svoje záväzky načas. Táto skutočnosť sa už však ustálila a odberateľ platil ku koncu roku 2014 záväzky včas.

Doba obratu záväzkov do budúca sa nedá presne predikovať. V poslednom sledovanom období bola doba obratu záväzkov najkratšia, Spoločnosti sa podarilo uhradiť všetky väčšie záväzky a ich výška sa minimalizovala. Obdobie 2013 sa naopak nieslo v znamení rastu záväzkov. Na základe týchto faktov je viditeľné že doba obratu záväzkov je kolísavá a preto sa predikcia záväzkov určila na základe minulého vývoja.

Pomocou doby obratu jednotlivých položiek sa dajú dopočítať jednotlivé položky do budúca čo zobrazuje nasledujúca tabuľka.

Tabuľka č.47 Minulý vývoj a predikcia položiek ČPK

Upravený pracovný kapitál	2010	2011	2012	2013	2014
Zásoby	29	19	19 625	36	31
Pohľadávky	246 225	233 845	272 101	248 749	344 623
Peňažné prostriedky prevádzkovo nutné	100 849	101 862	98 725	154 849	49 595
Ostatné aktíva	2 561	2 130	4 326	3 866	3 739
Krátkodobé záväzky	168 081	169 770	164 541	258 082	82 658
Dlhodobé záväzky	4 734	4 135	4 088	3 935	4 263
Ostatné pasíva	0	0	0	0	0
Upravený pracovný kapitál	181 583	168 086	230 236	149 418	315 330

Upravený pracovný kapitál	2015	2015	2017	2018	2019
Zásoby	3 664	3 320	3 766	4 067	4 069
Pohľadávky	264 604	239 761	271 985	293 716	293 892
Peňažné prostriedky prevádzkovo nutné	98 005	88 792	100 726	108 774	108 839
Ostatné aktíva	3 739	3 739	3 739	3 739	3 739
Krátkodobé záväzky	163 341	147 987	167 876	181 290	181 398
Dlhodobé záväzky	4 165	3 773	4 280	4 622	4 625
Ostatné pasíva	0	0	0	0	0
Upravený pracovný kapitál	206 671	187 625	212 339	229 006	229 141

Obdobie	Minulosť	Budúcnosť
Koeficient náročnosti rastu tržieb na rast pracovného kapitálu	12,60%	7,94%

Pri výpočte koeficientu rastu tržieb na rast pracovného kapitálu sa nebrali do úvahy posledné dve sledované obdobia. Bolo to z dôvodu neúmerneho nárastu pohľadávok a poklesu záväzkov v roku 2014 a neprimeraného nárastu záväzkov v roku 2013. Takýto vývoj sa pravdepodobne nebude opakovať a preto bol koeficient určený na základe vývoja v období 2010 až 2012.

15.4 Analýza a prognóza investícií do dlhodobého majetku

Pre čo najpresnejšie plánovanie investícií by bolo najvhodnejšie použiť podnikové plány, ktoré bohužiaľ Spoločnosť netvorí. Investície nemajú pravidelný priebeh vďaka ktorému by sme mohli naplánovať ich ďalší vývoj. Investičnú náročnosť sme rozdelili do troch skupín a to za stavby, samostatne hnuteľné veci a nehmotný majetok.

Investície do budúcnosti boli určené na základe minulého vývoja pomocou koeficientu investičnej náročnosti v odvetví.

Tabuľka č. 48 Koeficient investičnej náročnosti podľa konkurentov v odvetví

Konkurencia	A 2014	A 2009	T 2014	T 2009	Koeficient investičnej náročnosti
Konkurent 1	15 229 232	7 231 436	86 906 134	59 733 643	29,43%
Konkurent 2	49 054	34 893	270 628	72 833	7,16%
Konkurent 3	44 923 896	1 561 699	195 836 513	17 772 060	24,35%
Koeficient investičnej náročnosti v odvetví					20,31%

Samostatne hnuteľné veci a nehmotný majetok mali ku koncu roku 2014 nulovú hodnotu. Čo sa týka nehmotného majetku firma za celé sledované obdobie neuskutočnila žiadnu investíciu do tohto druhu majetku a podľa kľúčového zamestnanca spoločnosti sa ani investícia takéhoto druhu neplánuje. V prípade samostatne hnuteľných vecí dosiahla hodnota spoločnosť nulovú hodnotu až v roku 2013 kedy bol posledný odpis investície z roku 2011 v pôvodnej hodnote 24 750 eur.

Z vyjadrení zamestnanca Spoločnosti je zrejmé že sa plánuje ďalšia investícia do automobilov. Malo by ísť o dva automobily v hodnote okolo 18 000 eur a 20 000 eur. Tieto investície sa budú diať postupne v rokoch 2016 a 2017.

Budúci nárast tržieb je plánovaný v rokoch 2012 až 2016 na 144 686. Pomocou minulého koeficientu náročnosti v odvetví predikovaná výška investícií do stavieb je stanovená na hodnotu 29 393 eur, čo bude rovnomerne rozdelené medzi nasledujúce obdobia.

Spoločnosť vlastní niekoľko trafostaníc s veľkým množstvom transformátorov. Ich počet sa pohybuje okolo 20. Väčšina podobných podnikov musí obnovovať a najväčšie peniaze vynaložiť práve na investície do obnovy takýchto trafostaníc. Analyzovaná spoločnosť má už odpísane investície do pôvodných trafostaníc, preto je nevyhnutné investovať do potrebnej výmeny, kontroly a údržby transformátorov, čo bude stáť okolo 270 tisíc eur. Takýto druh majetku bude Spoločnosť odpisovať 10 rokov.

Pozemky nezmenili svoju hodnotu a aj do budúca sa plánuje ich hodnota na 12 782 eur.

Tabuľka č.49 Investičná náročnosť stavieb v minulosti

Stavby	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav majetku ku koncu roku	41 343	36 063	31 150	26 603	22 423	18 609
Odpisy	3769	3769	12373	11079	8305	3814
Investície netto		-5 280	-4 913	-4 547	-4 180	-3 814
Investície brutto (odpis + investície netto)		-1511	7460	6532	4125	0
Investičná náročnosť rastu tržieb	42,65%					

Tabuľka č.50 Investičná náročnosť SHV v minulosti

Samostatné movité veci	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stav majetku ke konci roku	0	24 750	12 375	4 125	0	0
Odpisy		2587	4915	1718	0	0
Investície netto		24 750	-12 375	-8 250	-4 125	0
Investície brutto (odpis + investície netto)		27 337	-7 460	-6 532	-4 125	0
Investičná náročnosť rastu tržieb	0,00%					

Tabuľka č.51 Plán majetku, investícií a odpisov – stavby

Stavby	2015	2016	2017	2018	2019
Pôvodné - odpisy	3814	3814	3814	3814	3353
- zostatková hodnota	14795	10981	7167	3353	0
Nový - investície netto	5879	5879	275879	5879	5879
- investície brutto	9693	10662	281728	39901	43430
- zriaďovacia hodnota k 31. 12.	9693	20354	302082	341984	385414
- odpisy (1/4 zo zriaďovacej hodnoty)	0	969	2035	30208	34198
Celkom - odpisy	3814	4783	5849	34022	37551
- zostatková hodnota	24488	30366	306245	312124	318002

Tabuľka č.52 Plán majetku, investícií a odpisov - SHV

Samostatne hnutel'ne veci	2015	2016	2017	2018	2019
Pôvodné - odpisy	0	0	0	0	
- zostatková hodnota	0	0	0	0	0
Nový - investície netto	0	20000	18000	0	0
- investície brutto	0	20000	21333	6889	8037
- zriaďovacia hodnota k 31. 12.	0	20000	41333	48222	56259
- odpisy (1/4 zo zriaďovacej hodnoty)	0	0	3333	6889	8037
Celkom - odpisy	0	0	3333	6889	8037
- zostatková hodnota	0	20000	38000	38000	38000

16. Finančný plán

Zostavenie kompletného finančného plánu patrí k hlavným úlohám pri oceňovaní podniku výnosovými metódami. Kompletný finančný plán zahŕňa výkaz ziskov a strát, súvahu a prehľad peňažných tokov, tieto výkazy sú navzájom poprepájané.

16.1 Plánovaný výkaz ziskov a strát

Tabuľka č.53 Plánovaný výkaz ziskov a strát

a) Hlavná činnosť - N a V spojené s prev. maj.	2015	2016	2017	2018	2019
Obchodná marža	0	0	0	0	0
Výkony	2560000	2319360	2631082	2841305	2843010
Výkonová spotreba	2126539	1926645	2185586	2360214	2361630
Pridaná hodnota	433461	392715	445496	481091	481380
Osobné náklady	193114	174962	198477	214335	214463
Dane a poplatky	10269	9304	10554	11398	11404
Odpisy	3814	4783	9183	40911	45588
Ostatné prevádzkové položky	7109	7450	6745	6021	5320
Korigovaný prevádzkový VH	219154	196217	220538	208427	204604

b) Náklady na cudzí kapitál	2015	2016	2017	2018	2019
Nákladové úroky	0	0	0	0	0

c) Vedľajšia činnosť - N a V neprev. maj.	2015	2016	2017	2018	2019
Výnosové úroky	607	2237	2943	2301	3068
Výsledok hospodárenia z neprev. maj.	607	2237	2943	2301	3068

d) Celkový výsledok hospodárenia	2015	2016	2017	2018	2019
Mimoriadny výsledok hospodárenia pred daňou	0	0	0	0	0
Celkový výsledok hospodárenia pred daňou	219761	198453	223481	210728	207673
Daň	44998	40635	45760	43149	42523
VH za účtovné obdobie po dani	174763	157818	177721	167579	165149

Položka obchodnej marže je počas celého obdobia v hodnote nula, pretože Spoločnosť nie je zameraná na predajnú činnosť. Hodnoty výkonov v období rokov 2015-2019 boli prevzaté z vyššie uvedenej prognózy tržieb. Hodnota pridanej hodnoty ktorá vyjadruje rozdiel výkonov a výkonovej spotreby sa bude vyvíjať približne tak ako v minulom období. Jej hodnota bude od 392 715 eur do 481 380 eur. Korigovaný prevádzkový

výsledok hospodárenia bude dosahovať najnižšiu hodnotu práve v roku 2016 kedy by mal nastať pokles tržieb Spoločnosti. V ostatných obdobiach sa pohybuje nad úrovňou 200 000 eur. Presne rovnaký priebeh ako by mal mať vývoj korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia bude mať aj výsledok hospodárenia po dani.

Ostatné položky v plánovanom výkaze v hlavne činnosti boli dopočítané na základe vyčíslenej percentuálnej hodnoty do budúcnosti. Nákladové úroky nikdy v sledovanom období Spoločnosť nemala pretože nečerpala žiaden bankový úver, preto je plánovaná hodnota nákladových úrokov v nulovej výške. Podnik má dostatok vlastných prostriedkov na pokrytie plánovaných investícií a činností. Neuvažuje sa ani s predajom dlhodobého majetku preto nie je takáto položka uvedená. Výnosové úroky sú vyčíslene podľa Maříka ako 0,5% z hodnoty plánovaného krátkodobého finančného majetku.

Spoločnosť nakupovala a predávala v minulosti cenné papiere. Vývoj týchto položiek je úplne nepredvídateľný preto podľa Maříka nie je odporúčané predikovať vývoj týchto položiek.

Spoločnosť nevykazuje žiadne položky viažuce sa k mimoriadnej činnosti.

16.2 Plánovaný výkaz peňažných tokov

Tabuľka č.54 Plánovaný výkaz peňažných tokov

1) PEŇAŽNÝ TOK Z PREVÁDZKY	2015	2016	2017	2018	2019
Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia	219154	196217	220538	208427	204604
Daň pripadajúca na korigovaný VH (d x KPVHd)	44874	40177	45157	42678	41895
Korigovaný prevádzkový VH po dani (KPVH)	174280	156039	175380	165749	162709
Úpravy o nepeňažné operácie	3814	4783	9183	40911	45588
Odpisy dlhodobého majetku	3814	4783	9183	40911	45588
Zmena zostatku rezerv	0	0	0	0	0
Úpravy obežných aktív	157068	9834	-12781	-8619	-70
Zmena stavu pohľadávok	80019	24844	-32224	-21732	-176
Zmena stavu krátkodobých záväzkov	80683	-15354	19889	13413	109
Zmena stavu zásob	-3633	344	-446	-301	-2
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti celkom	335162	170656	171782	198041	208228

2) INVESTIČNÁ ČINNOSŤ	2015	2016	2017	2018	2019
Nabytie dlhodobého majetku (prev. nutného)	-9693	-30662	-303061	-46790	-51467
Peňažný tok z investičnej činnosti celkom	-9693	-30662	-303061	-46790	-51467
PEŇAŽNÝ TOK Z PREV. MAJETKU	325470	139995	-131279	151251	156761

Náklady na cudzí kapitál	2015	2016	2017	2018	2019
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKOV	0	0	0	0	0

Peňažný tok z neprevádzkového majetku	2015	2016	2017	2018	2019
Príjmy z neprev. majetku a mimoriadne príjmy	483	1779	2341	1830	2440
Výnosy z dlhodobého finančného majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	607	2237	2943	2301	3068
Diferenciácia v platbe dane oproti dane z KPVH	-124	-458	-603	-471	-628
Mimoriadny VH pred daňou	0	0	0	0	0
CF z neprevádzkového majetku	0	0	0	0	0
PEŇAŽNÝ TOK Z NEPREV. MAJETKU	483	1779	2341	1830	2440

3) FINANČNÁ ČINNOSŤ	2015	2016	2017	2018	2019
Zmena stavu dlhodobých záväzkov	-98	-391	507	342	3
Zmena dlhodobých bankových úverov	0	0	0	0	0
Zmena stavu krátkodobých bankových úverov	0	0	0	0	0
Zvýšenie a zníženie VK z vybraných operácií	0	0	0	0	0
Upísanie cenných papierov (zvýš. zákl. kap.)	0	0	0	0	0
Výplata dividend a podielov zo zisku	0	0	0	0	0
PEŇAŽNÝ TOK Z FINANČNEJ ČINNOSTI	-98	-391	507	342	3

e) Peňažný tok celkom	2015	2016	2017	2018	2019
PEŇAŽNÝ TOK CELKOM	325854	141382	-128431	153423	159204
Stav peňažných prostriedkov na konci obdobia	447308	588690	460259	613682	772886

Hodnoty korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia sme prevzali do výkazu peňažných tokov z už naplánovaného výkazu ziskov a strát. Daň bola rozdelená na dve časti a to daň ktorá pripadá na korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia a daň vzťahujúcu sa k príjmom plynúcich z neprevádzkového majetku.

Spoločnosť netvorila v minulom období rezervy až na výnimku jedného roka, preto ani do budúcnosti nie je plánovaná výška rezerv a predpokladá sa nulová hodnota.

Zmena stavu pohľadávok, krátkodobých záväzkov a zásob je stanovená pomocou už vypočítaných percent, ktoré boli vypočítané ako priemer minulých hodnôt.

V investičnej činnosti sú viditeľné brutto investície za jednotlivé roky 2015-2019.

Posledná tabuľka peňažný tok celkom objasňuje fakt že plánovaný spôsob financovania je dostačujúci k realizácii jednotlivých plánov Spoločnosti. Stav peňažných prostriedkov počas celého predikovaného obdobia vykazuje rastúci charakter s výnimkou jedného roka, kedy sa uskutočnila investícia do trafostaníc.

16.3 Plánovaná súvaha

Tabuľka č.55 Plánované aktíva

Plánovaná súvaha	2015	2016	2017	2018	2019
AKTÍVA CELKOM	762899	904971	1103088	1284423	1449684
Dlhodobý majetok	37270	63148	357027	362906	368784
Dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Dlhodobý hmotný majetok	37270	63148	357027	362906	368784
Pozemky	12782	12782	12782	12782	12782
Stavby	24488	30366	306245	312124	318002
Samostatne hnutelné veci	0	20000	38000	38000	38000
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	0
Obežné aktíva	721890	838084	742323	917778	1077161
Zásoby	3664	3320	3766	4067	4069
Pohľadávky	264604	239761	271985	293716	293892
Obs.krátkodobý finančný majetok	6313	6313	6313	6313	6313
Krátkodobý finančný majetok	447308	588690	460259	613682	772886
a) Prevádzkovo potrebné	98005	88792	100726	108774	108839
b) Prevádzkovo nepotrebné	349304	499898	359533	504908	664047
Časové rozlíšenie	3739	3739	3739	3739	3739

Vo výkaze nie sú uvádzané položky ako iný dlhodobý majetok, nedokončený dlhodobý majetok, zálohy na dlhodobý majetok pretože Spoločnosť nemala v predchádzajúcich piatich obdobiach iné ako nulové zostatky týchto položiek, preto ani do budúcnosti ich zatiaľ nemá zmysel plánovať. Takisto nepredpokladáme predaj alebo nadobudnutie nových pozemkov, hodnota pozemkov vo výške 12 782 eur je prebratá z minulosti.

Väčšina ostatných položiek je prebratých z generátorov hodnôt. Hodnoty majetku stavieb a samostatne hnutelných vecí sa menia v závislosti od plánovaných investícií z prevádzkovo nutného majetku.

Dlhodobý finančný majetok nie je spomínaný kvôli minulému vývoju tejto položky, ktorá od roku 2007 vykazuje nulový zostatok.

Krátkodobý finančný majetok (peniaze + účty) sa mení a doplňuje z výkazu plánovaných peňažných tokov. Obstarávaný krátkodobý finančný majetok predstavuje krátkodobé cenné papiere a ich výška bolo prebratá z posledného minulého obdobia. Vyjadrenie kľúčového zamestnanca Spoločnosti potvrdzuje že vývoj krátkodobých cenných papierov bude podobný roku 2014, kedy bola ich hodnota vo výške 6 313 eur.

Tabuľka č.56 Plánované pasíva

Plánovaná súvaha	2015	2016	2017	2018	2019
PASÍVA CELKOM	762898	904971	1103088	1284423	1449684
Vlastný kapitál	595393	753210	930931	1098511	1263660
Základný kapitál	13278	13278	13278	13278	13278
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy zo zisku	2988	2988	2988	2988	2988
Výsledok hospodárenia minulých rokov	404364	579127	736944	914665	1082245
Výsledok hospodárenia bežného úč. obdobia (+-)	174763	157818	177721	167579	165149
Cudzí zdroje	167506	151760	172157	185912	186024
Rezervy	0	0	0	0	0
Dlhodobé záväzky	4165	3773	4280	4622	4625
Krátkodobé záväzky	163341	147987	167876	181290	181398
Bankové úvery a výpomoci	0	0	0	0	0
Bankové úvery dlhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
Časové rozlíšenie	0	0	0	0	0

Pri položke rezerv nepoznáme presnejšie plánovanie ich tvorby a minulý vývoj svedčí o tom že Spoločnosť netvorí takmer nikdy rezervy, čo nie je ideálny stav. V období 2015-2019 je naplánovaná hodnota rezerv v nulovej výške. Základný kapitál a fondy zo zisku sa od nami sledovaného roku 2007 nikdy nemenili a preto je opodstatnené predpovedať konštantný vývoj. Fond zo ziskov je iba zo zákonného rezervného fondu na úrovni 2 988 eur. Výsledok hospodárenia je prebratý z výkazu ziskov a strát pomocou ktorého je dopočítaná položka výsledok hospodárenia za minulé obdobia. Stav záväzkov je prebratý z generátorov hodnôt a výška úverov bola zdôvodnená v texte vyššie. Dlhodobé záväzky vykazuje Spoločnosť v minimálnej výške vzhľadom k svojmu majetku a tržbám. Ich plánovaná hodnota je od 3 773 eur do 4 625 eur.

17. Návrh ocenenia Spoločnosti

Ocenenie podniku bude nižšie vypočítané pomocou dvoch rôznych výnosových metód a to:

- metóda diskontovaného peňažného toku (DCF)
- metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA)

Ocenenia podniku pomocou výnosových metód je možné použiť na základe predošlých analýz ktoré predpokladajú neobmedzené pokračovanie Spoločnosti.

17.1 Metóda diskontovaného peňažného toku (DCF)

Ako prvý krok pri stanovení hodnoty podniku pomocou metódy DCF je výpočet diskontnej miery. Diskontná miera je stanovená na úrovni vážených nákladov na kapitál (WACC). Priemerné vážené náklady (WACC) tvoria náklady na cudzí kapitál a náklady na vlastný kapitál. Keďže v prípade Spoločnosti sa nepredpokladá žiadne čerpanie dlhodobých či krátkodobých bankových úverov, bolo by pre zostavenie ocenenia podniku bezpredmetné počítať tieto náklady. Preto uvažujeme s nulovými nákladmi na cudzí kapitál.

Náklady na vlastný kapitál

Pre stanovenie nákladov na vlastný kapitál existuje viacero modelov. Pre potreby zostrojenia tejto práce je použitý model CAPM. Tento model oceňovania kapitálových aktív je v súčasnosti považovaný za najlepší model pre stanovenie vlastných nákladov. Konkrétne pôjde o Damodaranovu modifikáciu modelu CAPM. Vyjadruje skutočnosť že požadovaný výnos investora je daný výnosom aký by mohol uskutočniť na kapitálovom trhu pri rovnakej miere rizika. Ako prvé musíme určiť hodnotu bezrizikovej výnosnosti, rizikovej prémie trhu a beta koeficientu.

Modifikovaná verzia modelu CAPM:

$$n_{vk} = r_{f(USA)} + \beta \times RPT_{(USA)} + RPZ, kde$$

n_{VK} - odhad nákladov na vlastný kapitál

r_f – súčasná výnosnosť dlhodobých vládnych dlhopisov USA

β – zadlžená beta, pre konkrétne odvetvie

RPT – riziková prémie kapitálového trhu (z trhu USA)

RPZ – riziková prémie zeme

Inflácia je faktor ktorý musí byť zakomponovaný ak sa prechádza z prostredia USA do slovenského.

Beta zadlžená sa určí na základe nasledujúceho vzťahu:

$$\beta_L = \beta_v \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right], kde$$

β_L – zadlžená beta

t – efektívna sadzba dane

D/E – pomer cudzieho a vlastného kapitálu

Výpočet nákladov vlastného kapitálu Spoločnosti pomocou Damodaranovej modifikácie CAPM je uvedený v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka č.57 Damodaranova modifikácia modelu CAPM

Náklady vlastného kapitálu (Damodaranova modifikácia modelu CAPM)	
r_f (aktuálna výnosnosť 10ročných vládnych dlhopisov USA)	2,12%
Beta nezadlžená pre "Oil/Gas distribution" (Európa)	0,85
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. priemer 1928-2015)	4,54%
Rating Slovenskej republiky	A2
Riziko zlyhania zeme (prémia USA dlhopisov A2 oproti AAA)	0,73%
Odhad pomeru rizikovej prémie u akcií oproti dlhopisom	1,5
Riziková prémie zeme	1,10%
Riziková prémie zeme upravená o rozdiel v inflácií	0,51%
Riziková prirážka za menšiu likviditu vlastnických podielov	0%
Pomer cudzieho a vlastného kapitálu u oceňovaného podniku	0
Daňová sadzba	0,22
Beta zadlžená	0,85
Náklady vlastného kapitálu	6,49%

K dátumu ocenenia Spoločnosť neeviduje žiadny cudzí spoplatnený majetok. Pomer cudzieho a vlastného kapitálu Spoločnosti je preto v nulovej výške.

Hodnota r_f je citovaná z <https://www.treasury.gov/> vyjadruje hodnotu z 1.2.2015 pre 10 ročné vládne dlhopisy.

Beta nezadlžená je citovaná z <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, ako hodnota pre betu nezadlženú pre odvetvie „Oil/Gas distribution“ pre územie Európy.

Riziková prémie kapitálového trhu USA je citovaná na základe informácií z webovej stránky <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

Rating Slovenskej republiky prebratý z <https://www.moodys.com/credit-ratings/>.

Riziko zlyhanie zeme ktoré vyjadruje prémie USA dlhopisov A2 oproti AAA je citované z <http://www.bonds-online.com/>.

Náklady vlastného kapitálu tvoria 6,49%, tieto náklady sú v plnej výške náklady na vlastný kapitál.

17.2 Metóda DCF entity

Hodnota Spoločnosti pomocou metódy DCF bola vypočítaná dvojfázovou metódou, ktorá spočíva vo viacerom na seba nadväzujúcich krokoch.

Najskôr bol prevedený výpočet voľných peňažných tokov (FCFF) pre obdobie 2015–2019. Tieto hodnoty vychádzali z vyššie zobrazeného finančného plánu. Nasledoval prepočet voľných peňažných tokov na súčasnú hodnotu. Súčasná hodnota bola zistená pomocou odúčiteľ'a pre diskontnú mieru WACC (nákladov na vlastný kapitál). Na začiatku druhej fázy sa odhadla pokračujúca hodnota pomocou dvoch vzorcov a to Gordonovho a Parametrického. Nasledovala sčítanie hodnôt súčasnej hodnoty Spoločnosti v prvej fáze a pokračujúcej hodnoty Spoločnosti. Odčítanie úročeného cudzie kapitálu k dátumu ocenenia je ďalším krokom ale pre Spoločnosť tento krok nepriniesol zmenu doposiaľ vypočítanej hodnoty podniku. Posledným krokom je v prípade existencie prevádzkovo nenutného majetku tento majetok pripočítať k dátumu ocenenia. Spoločnosť evidovala k dátumu ocenenia prevádzkovo nenutné peniaze v hodnote 74 217eur.

Metódu vyjadruje nasledujúci vzorec:

$$H_b = \sum_{t=1}^r \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}, kde$$

H_B - brutto hodnota podniku

$FCFF_t$ - voľné CF do firmy v roku t

i_k - náklady kapitálu

T – dĺžka prvej fázy

PH – pokračujúca hodnota

17.2.1 Súčasná hodnota prvej fázy

Tabuľka č.58 Súčasná hodnota prvej fázy metódou DCF entity

Voľné cash flow pre 1.fázu		2015	2016	2017	2018	2019
Korigovaný provozný výsledok hospodárenia		219 154	196 217	220 538	208 427	204 604
Upravená daň		44 874	40 177	45 157	42 678	41 895
Korigovaný provozný VH po dani		174 280	156 039	175 380	165 749	162 709
Odpisy		3 814	4 783	9 183	40 911	45 588
Úpravy o nepeňažné operácie		0	0	0	0	0
Investície do prev. nutného DM		-9 693	-30 662	-303 061	-46 790	-51 467
Investície do prev. nutného prac. kapitálu		108 658	19 046	-24 714	-16 667	-135
FCFF (free cash flow to firm)		277 060	149 207	-143 213	143 203	156 696
Odúročiteľ pre diskontnú mieru (WACC):	6,49%	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73
Diskontované FCFF k 1. 1. 2015		260 181	131 581	-118 601	111 368	114 437
Súčasná hodnota 1.fázy		498 967				

Vo všetkých rokoch okrem obdobia 2017 plánuje Spoločnosť dosahovať kladného hodnoty cash flow. V roku 2017 je hodnota cash flow záporná z dôvodu investície vo veľkej výške do obnovy a rekonštrukcie trafostaníc. Prvá fáza výpočtu vychádza z korigovaného výsledku hospodárenia prevzatého z plánovaného výkazu ziskov a strát. Súčasná hodnota prvej fázy je výsledkom sčítanie diskontovaného voľného peňažného toku v období 2015 až 2019, nadobudla hodnotu 498 967 eur.

17.2.2 Pokračujúca hodnota – súčasná hodnota druhej fázy

Pre potreby výpočtu druhej pokračujúcej fázy podniku bol použitý Parametrický vzorec v tvare:

$$PH = \frac{KPVH_{t+1} \times \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i - g}, \text{ kde}$$

$KPVH_{t+1}$ –korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia v roku nasledujúcom po konci prvej fázy

r_1 – rentabilita investícií

g/r_1 – miera investícií

Po získaní pokračujúcej hodnoty bola táto hodnota diskontovaná na súčasnú hodnotu.

Pre výpočet pokračujúcej hodnoty je nevyhnutné stanoviť tempo rastu g , od ktorého sa odvíja hodnota FCFF pre rok $T+1$ ako aj hodnota investovaného kapitálu pre rok $T+1$. Hodnoty FCFF do roku 2019 sú prevzaté z finančného plánu a, pre rok 2020 je získaná ako $FCFF_{2019} \cdot (1+g)$ a obdobne sa zvýši aj hodnota investovaného kapitálu pre rok 2020.

Tempo rastu g bolo stanovené na hodnotu 1,75%, táto hodnota bola určená na základe tempa rastu tržieb v minulom období a prvej fázy prognózy. Za minulé obdobie 2010 – 2014 bolo priemerné tempo rastu 0,84%. Tempo rastu v minulosti sa výrazne znížilo v roku 2014 v dôsledku výkyvov cien ropy smerom nadol, čo ovplyvnilo aj cenu energií. Priemerné tempo rastu v prvej fázy prognózy v období 2015-2019 je stanovené na 2,66%. Priemerné tempo rastu za celé obdobie 2010-2019 je 1,75%. Tempo rastu g by nemalo prekročiť hodnotu tempa rastu HDP. Tempo rastu HDP je za minulé obdobie 2007-2014 a predikované obdobie 2015-2019 na úrovni 3,20%, takže podmienka aby tempo rastu g neprekročilo tempo rastu HDP je splnená.

Tabuľka č.59 Hodnoty nevyhnutné pre výpočet pokračujúcej hodnoty

Tempo rastu	1,75%
Miera investícií netto do DM a PK	6,32%
Rentabilita investícií netto	27,69%

Z predošlých informácií určíme pomocou Parametrického vzorca pokračujúcu hodnotu Spoločnosti. Túto hodnotu diskontujeme a dostaneme hodnotu 2 390 939 eur.

17.2.3 Záverečné výnosové ocenenie podniku metódou DCF entity

Na záver je nutné sčítať súčasné hodnoty prvej a druhej fázy kedy dostaneme prevádzkovú hodnotu brutto. Ide o hodnotu pre vlastníkov Spoločnosti a ich veriteľov. Ak by sme odčítali hodnotu úročeného cudzieho kapitálu dostali by sme prevádzkovú netto hodnotu. Prevádzková netto hodnota je hodnota ktorá prináleží iba vlastníkom spoločnosti. Konkrétne v našom prípade budú tieto hodnoty totožné z dôvodu nečerpania úverov. Potom k hodnote netto je pripočítaný prevádzkovo nepotrebný majetok. V prípade Spoločnosti sa pripočíta hodnota 74 217 eur, čo predstavuje sumu prevádzkovo nepotrebného majetku k dátumu ocenenia.

Tabuľka č.60 Výsledná hodnota podniku získaná metódou DCF entity

Výnosové oceneniek 1. 1. 2015 v eurách	Hodnota
Súčasná hodnota 1. fázy	498 967
Súčasná hodnota 2. fázy	2 390 939
Prevádzková hodnota brutto	2 889 906
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	0
Prevádzková hodnota netto	2 889 906
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	74 217
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF	2 964 123

Výsledná hodnota vlastného kapitálu metódou DCF entity je 2 964 123 eur. Zároveň platí že na tejto hodnote tvorí plný 100%-ný podiel vlastný kapitál.

18. Metóda ekonomickej pridanej hodnoty

Tak isto ako pri prvej metóde stanovenia hodnoty podniku, aj pri metóde ekonomickej pridanej hodnoty (EVA) bude prevedená dvojfázová metóda. Výhoda oproti prvej spomínanej metóde spočíva v získaní informácie či je podnik schopný tvoriť pridanú hodnotu a v akej výške. Hodnota prvej fázy je vyjadrená ako súčet diskontovaného ukazovateľa EVA za predpovedané obdobie 2015-2019. Druhá fáza je vyjadrená pomocou Gordonovho vzorca.

18.1 Súčasná hodnota prvej fázy

Pre výpočet prvej fázy potrebujeme poznať položky NOPAT a NOA. NOPAT predstavuje korigovaný výsledok hospodárenia po dani a vieme ho získať pomocou predošlých výpočtov. NOA sa rovná hodnote prevádzkovo nutnému investovanému kapitálu. Priemerné vážené náklady (WACC) sú 6,49%. Opäť platí že tieto náklady sú v plnej výške náklady na vlastný kapitál.

Ekonomická pridaná hodnota pre rok 2020 sa vypočíta:

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - NOA_{2019} \times WACC$$

Tabuľka č.61 Súčasná hodnota prvej fázy metódou ekonomickej pridanej hodnoty

Súčasná hodnota 1.fázy	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT		174 280	156 039	175 380	165 749	162 709
NOA (ku koncu obdobia)	346 721	243 941	250 773	569 366	591 912	597 926
WACC x NOA _{t-1}		22 493	15 825	16 268	36 937	38 399
EVA		151 787	140 214	159 112	128 812	124 310
Odúročiteľ pre diskontnú mieru (WACC)	6,49%	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73
EVA diskontovaná		142540	123651	131768	100176	90786
Súčasná hodnota 1.fázy		588 920				

Z tabuľky je vidieť že Spoločnosť každým rokom tvorí pridanú hodnotu. Súčasná hodnota prvej fázy je 588 920 eur.

18.2 Súčasná hodnota druhej fázy

Nevyhnutnosťou pre výpočet druhej fázy je zistenie hodnoty EVA pre rok 2020. Tempo rastu g a priemerné vážené náklady WACC sú na rovnakej úrovni ako pri metóde DCF entity.

$$EVA_{2020} = NOPAT_{2020} - NOA_{2019} \times WACC = 165\,557 - 597\,926 \times 0,0649 = 126\,767 \text{ eur}$$

$$NOPAT_{2020} = (1 + g) \times NOPAT_{2019} = 1,0175 \times 162\,709 = 165\,557 \text{ eur}$$

$$PH = \frac{EVA_{2020}}{WACC - g} = \frac{126\,767}{0,0649 - 0,0175} = 2\,675\,920 \text{ eur}$$

Po diskontovaní pokračujúcej hodnoty na hodnotu súčasnú dostaneme 1 954 265 eur.

18.3 Výsledné ocenenie podniku metódou EVA

Tržnú pridanú hodnotu tvorí súčasná hodnota prvej a druhej fázy metódy EVA. Prípočítaním ukazovateľa NOA dostaneme hodnotu brutto podniku, ktorá sa ako v prípade metódy DCF bude rovnáť hodnote netto a zároveň aj výslednej hodnote vlastného kapitálu podľa metódy EVA..

Tabuľka č.62 Výsledná hodnota podniku metódou EVA

Výnosové ocenenie k 1. 1. 2015 v eurách	Hodnota
Súčasná hodnota 1. fázy	588920
Súčasná hodnota 2. fázy	1954265
MVA	2543184
NOA k dátumu ocenenia	346721
Prevádzková hodnota brutto	2889905
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	0
Prevádzková hodnota netto	2889905
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	74217
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa EVA	2 964 123

Z tabuľky je možné vyčítať, že z prevádzkovej hodnoty brutto je približne 450 000 eur vytvorených v podniku doposiaľ a okolo 2 500 000 eur tvorí pridaná hodnota v budúcnosti.

Záver

Hlavným cieľom tejto seminárnej práce bolo stanoviť hodnotu Spoločnosti, ktorá sa zaoberá predajom a distribúciou zemného plynu a elektriny. Na ocenenie Spoločnosti boli použité výnosové metódy a to metóda diskontovaného cash-flow DCF a metóda ekonomickej pridanej hodnoty EVA k 1.1.2015.

Pred samotným ocenením bola vypracovaná strategická a finančná analýza. Strategická analýza zahŕňala analýzu PEST a analýzu Porterovho diamantu. V rámci skúmania vonkajšieho prostredia bol vymedzený a podrobne preskúmaný relevantný trh. Pomocou údajov za minulé obdobia bola stanovená aj jeho prognóza do budúcnosti. Trh pod ktorý spadá analyzovaná Spoločnosť je podľa klasifikácie SK NACE trh D 35.1 – výroba elektrickej energie, prenos a rozvod a D 35.2 výroba plynu, rozvod plyných palív potrubím. Na základe prognózy tohto trhu boli stanovené hodnoty prognózovaných tržieb Spoločnosti.

Najväčšou výhodou Spoločnosti je vybudovaná vlastná distribučná sieť vo veľkom priemyselnom areáli kde má sídlo veľké množstvo firiem. Nevýhodou firmy sú pomerne vysoké ceny a môže byť iba otázkou času kedy aj napriek vybudovanej distribučnej sieti odberatelia zmenia svojho dodávateľa. Rovnako aj nestabilný vývoj cien ropy vo veľkej miere ovplyvňuje podniky s podobným zameraním.

Čo sa týka finančnej stránky podniku, finančné zdravie podniku je považované za veľmi dobré a stabilné. Spoločnosť má dostatočné množstvo prostriedkov na úhradu svojich záväzkov, ukazovatele likvidity dosahujú nadštandardné hodnoty. Spoločnosť dosahuje hodnoty rentability vlastného kapitálu v 1,5-násobnej výške ako jej konkurencia. Na základe finančných ukazovateľ je možné konštatovať že jeho existencia nie je ohrozená. Ide o zdravý podnik pri ktorom sa predpokladá trvalé pokračovanie. Na základe tohto tvrdenia bolo určené ocenenie podniku výnosovými metódami.

Pre zostavenie výnosových metód vhodných pre ocenenie podniku bolo potrebné zostaviť najskôr finančný plán ktorý zahŕňal výkaz ziskov a strát, výkaz peňažných tokov a súvahu. Preto bolo potrebné vypočítať generátory hodnôt.

Diskontná miera použitá pre oceňovacie metódy bola na základe stanovenia nákladov na vlastný kapitál rovnajúca sa hodnote 6,49%. Bol použitý model CAPM modifikovaný podľa Damodarana. Ocenenie Spoločnosti vyšlo rovnako oboma metódami aj metódou DCF aj metódou EVA a hodnota podniku bola stanovená na 2 964 123 eur. Pričom približne 450 000 eur je v Spoločnosti vytvorených doposiaľ a okolo 2 500 000 eur tvorí pridaná hodnota v budúcnosti.

Zoznam použitej literatúry

Knižné zdroje

- [1] DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Strategie podniku*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2001,256s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-603-4.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 2010. 225s. ISBN 978-80-86929- 68-2.
- [3] GERŠLOVÁ, Jana. *Vádemékum vědecké a odborné práce*.1vyd. Šenov: Harok, 2009.149s. ISBN 978-80-7431-002-7.
- [4] GRASSEOVÁ a kol. *Analýza podniku v rukou manažera*. Vyd.2. Brno: Albatros Media a.s.,2012, 325s. ISBN 978-80-265-0032-2
- [5] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: C.H.Beck, 1999, 304s. ISBN 80-7179-227-6
- [7] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy.*, upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [8] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [9] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Řízení platební schopnosti podniku*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010, 191 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3441-5.

- [10] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2012, 142 s. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-1835-4.
- [11] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011, 152s. Finance. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [12] SEDLÁČKOVÁ, H.,BUCHTA K. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006,121s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.
- [13] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy.*, aktualizované a rozš.vyd.2,Praha:Grada Publishing, 2012, 268s. ISBN 978-80-247-4004-1.
- [14] SMEJKAL,V., RAIS, K. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 4.akt. a rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013, 483s. ISBN 978-80-247-4644-9.
- [15] VEBER, Jaromír. *Management: základy, moderní manažerské přístupy, výkonnost a prosperita*. 2., akt. vyd. Praha: Management Press, 2009, 734s. ISBN 978-80-7261-200-0.

Elektronické zdroje

- [16] *BONDS*: [online]. 2015 [cit.2016-05-10]. Riziko zlyhania zeme. Dostupné z: http://www.bonds-online.com/Search_Quote_Center/.
- [17] *DAMODARAN*: [online]. 2016 [cit.2016-05-09].Beta nezadlžená. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- [18] *DAMODARAN*: [online]. 2016 [cit.2016-05-09].Riziková prémia kapitálového trhu. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

- [19] *ENERGO*: [online]. 2016 [cit.2016-04-03]. Sedem kľúčových zmien v novom zákone o energetike Dostupné z: <http://www.dhplegal.com/files/162c73f596df520b75d87c18df61f983.pdf>.
- [20] *FINSTAT*: [online]. 2016 [cit. 2016-03-13]. Účtovné závierky spoločnosti SR Dostupné z: <http://finstat.sk/>.
- [21] *INFOSTAT*: [online]. 2016 [cit.2016-04-13].Makroekonomické ukazovatele. Dostupné z: <http://www.infostat.sk/web2015/sk/>.
- [22] *Ministerstvo financií Slovenskej republiky*: [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Výmenné kurzy mien. Dostupné z: <http://www.finance.gov.sk/>.
- [23] *MOODYS*: [online]. 2016 [cit.2016-05-11]. Rating Slovenskej republiky Dostupné z: <https://www.moodys.com/credit-ratings/Slovakia-Government-of-credit-rating-600011880#>.
- [24] *NASDAQ*: [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Cena ropy Brent. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/>.
- [25] *Národná banka Slovenska*: [online]. 2016 [cit. 2016-03-27]. Štatistické ukazovatele. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje>.
- [26] *PODNIKAJTE*: [online]. 2015 [cit. 2015-12-10]. Legislatívne úpravy. Dostupné z : <https://www.podnikajte.sk/dane-a-uctovnictvo/>.
- [27] *Štatistický úrad Slovenskej republiky*: [online]. 2016. [cit. 2016-03-27]. Štatistické ukazovatele. Dostupné z: <https://slovak.statistics.sk/>.
- [28] *TREASURY*: [online]. 2015 [cit. 2016-05-11]. Výnosnosť vládnych dlhopisov USA. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2015>.

- [29] *Úrad pre reguláciu sieťových odvetví*: [online].2016 [cit. 2016-03-17]. Energetické zákony a vyhlášky Slovenskej republiky. Dostupné z: www.urso.gov.sk/.

Zoznam príloh

Príloha č.1 Zoznam skratiek.....	151
Príloha č.2 Zoznam tabuliek.....	153
Príloha č.3 Zoznam schém.....	155
Príloha č.4 Zoznam grafov.....	155
Príloha č.5 Aktíva analyzovanej spoločnosti.....	157
Príloha č.6 Pasíva analyzovanej spoločnosti.....	158
Príloha č.7 Výkaz ziskov a strát analyzovanej spoločnosti.....	159
Príloha č.8 Tempo rastu tržieb 2010-2019.....	160
Príloha č.9 Trendové spojnice – závislosť tržieb trhu a ceny ropy.....	161

Príloha č.1 Zoznam skratiek

A - aktíva

CF – cash flow

CK – cudzí kapitál

CP- cenné papiere

DCF – diskontovaný cash flow

DHM – dlhodobý hmotný majetok

DM – dlhodobý majetok

DNM – dlhodobý nehmotný majetok

DO - Doba obratu

EAT – čistý zisk po zdanení za účtovné obdobie

EBIT - prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi

FCFF – free cash flow to firm

g – tempo rastu

K – kapitál

KPVH – korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

kr. – krátkodobý

neprev. – neprevádzkový

NOA – čisté operatívne aktíva

NOPAT – korigovaný výsledok hospodárenia po dani

OA - obrat celkových aktív

OA – obežné aktíva

PK – pracovný kapitál

prev. – prevádzkový

ROCE - rentabilita tržieb ROS

SHV – samostatne hnutelné veci

T – tržby

ŠÚSR – Štatistický úrad Slovenskej republiky

VH – výsledok hospodárenia

VK – vlastný kapitál

WACC – náklady celkového kapitálu

záv. – záväzky

Príloha č.2 Zoznam tabuliek

Tabuľka č.1 Vývoj a predikcia reálneho HDP SR v mld.EUR	74
Tabuľka č.2 Predikcia HDP	75
Tabuľka č.3 Vývoj priemernej inflácie SR v %.....	76
Tabuľka č.4 Predikcia inflácie v %.....	76
Tabuľka č.5 Vývoj úrokovej miery ECB v %	78
Tabuľka č.6 Vývoj výmenného kurzu CZK/EUR	78
Tabuľka č.7 Vývoj miery nezamestnanosti SR v %	81
Tabuľka č.8 Predikcia miery nezamestnanosti SR v %	82
Tabuľka č.9 Netto aktíva v EUR	84
Tabuľka č.10 Pridaná hodnota v EUR.....	84
Tabuľka č.11 Ceny dodávok energie	85
Tabuľka č.12 Ceny dodávateľov elektriny pre rok 2016.....	85
Tabuľka č.13 Vplyv odberateľov.....	86
Tabuľka č.14 Konkurenčná sila.....	89
Tabuľka č.15 Atraktivita trhu	90
Tabuľka č.16 Perspektívnosť Spoločnosti	92
Tabuľka č.17 Vývoj tržieb v odvetví v tisíc EUR b.c	93
Tabuľka č.18 Tržby Spoločnosti a jej konkurentov v tis. EUR.....	93
Tabuľka č.19 Podiel spoločností na trhu	94
Tabuľka č.20 Vývoj priemerného počtu zamestnancov v odvetví	94
Tabuľka č.21 Vývoj priemernej mzdy zamestnancov v EUR v odvetví	95
Tabuľka č.22 Vývoj priemernej mzdy v eurách v analyzovanej Spoločnosti	95
Tabuľka č.23 Produktivita práce z tržieb v EUR.....	95
Tabuľka č.24 Pearsonov korelačný koeficient.....	96
Tabuľka č.25 Porovnanie skutočných a teoretických hodnôt za minulé obdobia	97

Tabuľka č.26 Cena ropy Brent a vývoj trhu do 2014	98
Tabuľka č.27 Prognóza trhu D-35	98
Tabuľka č.28 Vývoj tržieb za minulé obdobia	100
Tabuľka č.29 Vývoj tržieb do roku 2019.....	100
Tabuľka č.30 Súvaha Spoločnosti – vertikálna analýza %.....	104
Tabuľka č.31 Súvaha Spoločnosti – horizontálne analýza	104
Tabuľka č.32 Súvaha Spoločnosti – horizontálne analýza %.....	105
Tabuľka č.33 Výkaz ziskov a strát Spoločnosti – vertikálna analýza %.....	108
Tabuľka č.34 Výkaz ziskov a strát Spoločnosti – horizontálna analýza	108
Tabuľka č.35 Výkaz ziskov a strát Spoločnosti – horizontálna analýza %.....	109
Tabuľka č.36 Likvidita Spoločnosti a konkurentov	111
Tabuľka č.37 Ukazovatele rentability v %	113
Tabuľka č.38 Ukazovatele aktivity.....	115
Tabuľka č.39 Ukazovatele zadlženosti	117
Tabuľka č.40 Bonitný model IN 99	118
Tabuľka č.41 Bankrotný model IN 95	119
Tabuľka č.42 Tafflerov model.....	119
Tabuľka č.43 Rozdelenie majetku	122
Tabuľka č.44 Výpočet ziskovej marže zhora skutočnosť a predikcia do budúcnosti.....	123
Tabuľka č.45 Výpočet ziskovej marže zdola.....	123
Tabuľka č.46 Doba obratu položiek pracovného kapitálu.....	124
Tabuľka č.47 Minulý vývoj a predikcia položiek ČPK.....	125
Tabuľka č.48 Koeficient investičnej náročnosti podľa konkurentov v odvetví.....	126
Tabuľka č.49 Investičná náročnosť stavieb v minulosti	127
Tabuľka č.50 Investičná náročnosť SHV v minulosti	127
Tabuľka č.51 Plán majetku, investícií a odpisov – stavby	127

Tabuľka č.52 Plán majetku, investícií a odpisov – SHV	128
Tabuľka č.53 Plánovaný výkaz ziskov a strát.....	129
Tabuľka č.54 Plánovaný výkaz peňažných tokov	130
Tabuľka č.55 Plánované aktíva.....	132
Tabuľka č.56 Plánované pasíva	133
Tabuľka č.57 Damodaranova modifikácia modelu CAPM	136
Tabuľka č.58 Súčasná hodnota prvej fázy metódou DCF entity	138
Tabuľka č.59 Hodnoty nevyhnutné pre výpočet pokračujúcej hodnoty.....	139
Tabuľka č.60 Výsledná hodnota podniku získaná metódou DCF entity	140
Tabuľka č.61 Súčasná hodnota prvej fázy metódou ekonomickej pridanej hodnoty...141	
Tabuľka č.62 Výsledná hodnota podniku metódou EVA.....	142

Príloha č.3 Zoznam schém

Schéma 1 Skupiny pomerových ukazovateľov.....	35
Schéma 2 Generátory hodnoty podniku.....	46
Schéma 3 Rozkladu rentability prevádzkovo nutného investovaného kapitál	50
Schéma 4 Zostavovanie finančného plánu.....	52
Schéma 5 Postupu výpočtu hodnoty metódou DCF entity	57

Príloha č.4 Zoznam grafov

Graf č.1 Reálne HDP SR v mld. EUR	76
Graf č. 2 Vývoj inflácie SR v %	77
Graf č.3 Vývoj ceny ropy Brent v období 2009-2016	79
Graf č.4 Vývoj ceny ropy Brent za obdobie január 2015 – január 2016	79
Graf č.5 Vývoj cien elektriny na burze od roku 2009 v EUR za 1MWh.....	80

Graf č.6 Vývoj cien zemného plynu na burze od roku 2009 v EUR za 1MMB.....	81
Graf č.7 Exponenciálny trend	97
Graf č.8 Vývoj tržieb v EUR 2008-2014 (mil.EUR).....	100
Graf č. 9 Vývoj tržieb Spoločnosti v 2005-2019 (mil. EUR).....	101

Príloha č.5 Aktíva analyzovanej spoločnosti

	AKTÍVA	2010	2011	2012	2013	2014
	Aktíva celkom	578 454	596 365	635 159	700 988	509 909
B.	Dlhodobý majetok	73 888	56 307	43 510	35 205	31 391
<i>B.I.</i>	<i>Dlhodobý nehmotný majetok</i>	0	0	0	0	0
B.I.2.	Nehmotné výsledky výskumu a vývoja	0	0	0	0	0
B.I.3.	Software	0	0	0	0	0
B.I.4.	Oceniteľné práva	0	0	0	0	0
B.I.6.	Iný dlhodobý nehmotný majetok		0	0	0	0
B.I.7.	Nedokončený dlhodobý nehmotný	0	0	0	0	0
<i>B.II.</i>	<i>Dlhodobý hmotný majetok</i>	73 888	56 307	43 510	35 205	31 391
B.II.1.	Pozemky	13 075	12 782	12 782	12 782	12 782
B.II.2.	Stavby	36 063	31 150	26 603	22 423	18 609
B.II.3.	Samostatne hnutelné veci a súbory SHV	24 750	12 375	4 125	0	0
B.II.6.	Iný dlhodobý hmotný majetok	0	0	0	0	0
B.II.7.	Nedokončený dlhodobý hmotný majetok	0	0	0	0	0
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlhodobý finančný majetok</i>	0	0	0	0	0
B.III.1.	Podiely - ovládaná osoba	0	0	0	0	0
B.III.2.	Podiely v ÚJ s podstatným vplyvom	0	0	0	0	0
B.III.3.	Ostatné dlhodobé cenné papiere a	0	0	0	0	0
B.III.5.	Iný dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	0
B.III.6.	Zriaďovaný DFM	0	0	0	0	0
c.	Obežné aktíva	502 005	537 928	587 323	661 917	474 779
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	29	19	19 625	36	31
C.I.1.	Materiál	29	19	19 625	36	31
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	0	0
C.I.3.	Výrobky	0	0	0	0	0
C.I.5.	Tovar	0	0	0	0	0
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
<i>C.II.</i>	<i>Dlhodobé pohľadávky</i>	0	0	0	120	0
C.II.1.	Pohľadávky z obchodných vzťahov	0	0	0	0	0
C.II.2.	Pohľadávky - ovládajúca a riadená osoba	0	0	0	0	0
C.II.5.	Dlhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
C.II.7.	Iné pohľadávky	0	0	0	0	0
C.II.8.	Odložená daňová pohľadávka	0	0	0	120	0
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohľadávky</i>	246 225	233 845	272 101	248 629	344 623
C.III.1.	Pohľadávky z obchodných vzťahov	246 225	233 845	272 101	248 629	344 623
C.III.2.	Pohľadávky - ovládajúca a riadená osoba	0	0	0	0	0
C.III.6.	Štátne daňové pohľadávky	0	0	0	0	0
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
C.III.8.	Dohadové účty aktívne	0	0	0	0	0
C.III.9.	Iné pohľadávky	0	0	0	0	0

C.IV.	Krátkodobý finančný majetok	255 751	304 064	295 597	413 132	130 125
C.IV.1.	Peniaze	396	18	740	654	339
C.IV.2.	Účty v bankách	204 037	268 416	263 158	367 474	123 473
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papiere a podiely	51 318	35630	31699	45004	6313
D. i.	Časové rozlíšenie	2 561	2 130	4 326	3 866	3 739
D.I.1.	Náklady budúcich období	2 561	2 130	4 326	3 866	3 739
D.I.2.	Komplexné náklady budúcich období	0	0	0	0	0
D.I.3.	Príjmy budúcich období	0	0	0	0	0

Príloha č.6 Pasíva analyzovanej spoločnosti

	PASÍVA	2010	2011	2012	2013	2014
	Pasíva celkom	578 454	596 365	635 159	700 988	509 909
a.	Vlastný kapitál	405 639	422 076	466 530	438 540	422 988
A.I.	Základný kapitál	13 278	13 278	13 278	13 278	13 278
A.I.1.	Základný kapitál	13 278	13 278	13 278	13 278	13 278
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.II.2.	Ostatné kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.II.3.	Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku a záväzkov	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy zo zisku	2 988	2 988	2 988	2 988	2 988
A.III.1.	Rezervný fond	2 988	2 988	2 988	2 988	2 988
A.III.2.	Štatutárne a ostatné fondy	0	0	0	0	0
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	236 421	239 373	242 810	245 264	246 340
A.IV.1.	Nerozdelený zisk minulých rokov	236 421	239 373	242 810	245 264	246 340
A.IV.2.	Neuhradená strata minulých rokov	0	0	0	0	0
A.V.	Výsledok hospodárenia bežného účtovného obdobia	152 952	166 437	207 454	177 010	160 382
B.	Cudzie zdroje	172 815	174 289	168 629	262 448	86 921
B.I.	Rezervy	0	0	0	431	0
B.I.1.	Rezervy podľa zvláštnych právnych predpisov	0	0	0	0	0
B.I.4.	Ostatné rezervy	0	0	0	431	0
B.II.	Dlhodobé záväzky	4 734	4 135	4 088	3 935	4 263
B.II.1.	Záväzky z obchodných vzťahov	0	0	0	0	0
B.II.9.	Iné záväzky	4734	4135	4 088	3 935	4263
B.II.10.	Odložený daňový záväzok	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé záväzky	168 081	169 770	164 541	258 082	82 658
B.III.1.	Záväzky z obchodných vzťahov	131 249	170 154	124 366	179 378	57 112
B.III.4.	Záväzky ku spoločníkom	3 972	3 839	3 873	61 418	3 962
B.III.5.	Záväzky k zamestnancom	5 169	4 499	5 081	4 107	5 169
B.III.6.	Záväzky zo sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia	4 968	4 640	5 004	4 867	5 522
B.III.7.	Štát – daňové záväzky a dotácie	21 973	24 498	26 074	8 312	10 893
B.III.8.	Krátkodobé prijaté zlohy	0	0	0	0	0
B.III.10.	Dohadové účty pasívne	0	0	0	0	0
B.III.11.	Iné záväzky	0	0	0	0	0

B.IV.	Bankové úvery a výpomoci	0	0	0	0	0
B.IV.1.	Bankové úvery dlhodobé	0	0	0	0	0
B.IV.2.	Krátkodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
c. i.	Časové rozlíšenie	0	0	0	0	0
C.I.1.	Výdaje budúcich období	0	0	0	0	0
C.I.2.	Výnosy budúcich období	0	0	0	0	0

Príloha č.7 Výkaz ziskov a strát analyzovanej spoločnosti

		2010	2011	2012	2013	2014
I.	Tržby z predaja tovaru	0	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na obs.predaného tovaru	0	0	0	0	0
+	obchodná marža	0	0	0	0	0
II.	Výkony	2 404 960	2 633 619	2 759 295	2 811 418	2 486 396
II.1.	Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	2 404 960	2 633 619	2 759 295	2 811 418	2 486 396
II.2.	Zmeny stavu vnútroorg.zásob	0	0	0	0	0
II.3.	Aktivácia	0	0	0	0	0
B.	Výrobná spotreba r.9+r.10	1 990 533	2 193 653	2 269 791	2 374 362	2 052 858
B.1.	Spotreba materiálu, energie a ost. Nesk. výroby	1 969 452	2 175 652	2 224 358	2 344 729	1 995 420
B.2.	Služby	21 081	18 001	45 433	29 633	57 438
+	Pridaná hodnota r.3+r.4-r.8	414 427	439 966	489 504	437 056	433 538
C.	Osobé náklady	186 270	193 147	199 537	196 814	209 020
C.1.	Mzdové náklady	138 405	143 341	147 886	143 468	153 339
C.2.	Odmeny členom org. Spoločnosti a družstevníkom	0	0	0	0	0
C.3.	Náklady na poistenie	42 668	44 325	45 880	47 651	50 530
C.4.	Sociálne náklady	5 197	5 481	5 771	5 695	5 151
D.	Dane a poplatky	10 706	10 117	9 971	9 787	11 609
E.	Odpisy a OP k DHM a DNM	6 356	17 288	12 797	8 305	3 814
III.	Tržby z prodeje dlhodobého majetku a materiálu	0	8 371	0	100	17 300
III.1.	Tržby z predaja dlhodobého majetku	0	8 371	0	100	17 300
III.2.	Tržby z predaja materiálu	0	0	0	0	0
F.	Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu	0	294	0	0	945
F.1.	Zostatková cena predaného dlhodobého majetku	0	294	0	0	945
F.2.	Predaný materiál	0	0	0	0	0
G.	Zmena stavu rezerv a opravných položiek	0	0	0	0	0
IV.	Ostatné výnosy	100	0	0	0	1 065
H.	Ostatné náklady	509	7 109	7 450	6 745	7 086
I.	Prevod prevádzkových nákladov	0	0	0	0	0
*	Prevádzkový výsledok hospodárenia	210 686	220 382	259 749	215 505	220 374

VI.	Tržby z predaja CP a podielov	440 058	453 625	278 114	681 606	79 279
J.	Predané CP a podiely	440 068	453 625	269 055	655 490	90 974
VII.	Výnosy z DFM	0	0	0	0	0
VII.1.	Výnosy z CP a podielov v dcérskej spol. a v spol. s podst.vplyvom	0	0	0	0	0
VII.3.	Výnosy z ostatného dlhodobého finančného majetku	0	0	0	0	0
IX.	Predané CP a podiely	-4 312	-7 791	-8 731	-3 369	-3 315
M.	Kurzové straty	0	0	0	46	227
X.	Výnosové úroky	186	189	223	56	31
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatné finančné výnosy	0	0	0	0	1 956
O.	Ostatné finančné náklady	15 817	7 853	3 854	8 057	988
*	Finančný výsledok hospodárenia	-19 953	-14 742	-3 292	14 700	-14 238
Q.	Daň z príjmu z bežnej činnosti	36 058	39 203	49 003	53 195	45 754
Q 1.	– splatná	33 842	40 360	49 781	53 682	45 754
Q 2.	– odložená	2 216	-1 157	-778	-487	0
**	Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť	190 733	205 640	256 457	230 205	206 136
R.	Mimoriadne náklady	0	0	0	0	0
*	Mimoriadny výsledok hospodárenia	0	0	0	0	0
***	Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie (+/-)	154 675	166 437	207 454	177 010	160 382
****	Výsledok hospodárenia pred zdanením	190 733	205 640	256 457	230 205	206 136

Príloha č.8 Tempo rastu tržieb 2010-2019

Tržby (výkony)	2010	2011	2012	2013	2014
Výkony (eur)	2 404 960	2 633 619	2 759 295	2 811 418	2 486 396
Ročné tempo rastu	X	9,51%	4,77%	1,89%	-11,56%
Priemerné tempo	0,84%				

Tržby (výkony)	2015	2016	2017	2018	2019
Výkony (eur)	2 560 000	2 319 360	2 631 082	2 841 305	2 843 010
Ročné tempo rastu	2,96%	-9,40%	13,44%	7,99%	0,06%
Priemerné tempo	2,66%				

Príloha č.9 Trendové spojnice – závislosť tržieb trhu a ceny ropy

