

Projekt stanovení hodnoty podniku Gascentrum, s. r. o. využitím výnosových metod oceňování

Bc. Veronika Zbušková

Diplomová práce
2009



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2008/2009

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Veronika ZBUŠKOVÁ**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku Gascentrum, s. r. o. využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky vývoje hospodaření podniku Gascentrum, s. r. o.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy trhu vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

Rozsah práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

- [1] GRUNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J., TERMER, T. Finanční analýza a plánování, Praha: Nad zlato, 1993. ISBN 80-900383-8-7.
[2] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku, 2. přepracované a doplněné vyd., Praha: C.H.Beck, 2006. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
[3] MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy, Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
[4] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Diskontní míra v oceňování, Praha: VŠE Institut oceňování majetku, 2001. ISBN 80-245-0228-3.
[5] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy, 1. vyd., Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Přemysl Pálka
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 9. března 2009
Termín odevzdání diplomové práce: 4. května 2009

Ve Zlíně dne 9. března 2009


doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá určením hodnoty firmy Gascentrum, s. r. o. využitím výnosových metod oceňování. Teoretická část definuje podnik a kategorie hodnoty podniku a také důvody oceňování. Další kapitoly jsou věnovány metodám oceňování podniku, také je zde zpracovaný postup určení hodnoty společnosti a promítnutý faktor času a rizika do oceňování prostřednictvím úrokové míry. Obsahem praktické části je projekt ocenění společnosti. Samotnému ocenění předchází detailní finanční a strategická analýza dat, na základě které je pak zpracován strategický finanční plán a stanovení hodnoty společnosti Gascentrum, s. r. o.

Klíčová slova: oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, výnosové metody oceňování.

ABSTRACT

The diploma thesis deals with the evaluation of the company Gascentrum, Ltd., using the returns methods of valuation. The theoretical part defines a business, the categories of company value and the reasons for the evaluation. Following chapters are devoted to the methods of business valuation. The process of the value estimation of a company is described here as well, and the factors of time and risk are incorporated into the valuation by means of interest rates. The practical part comprises the project for the company valuation. The valuation itself is preceded by a detailed financial and strategic data analysis that serves as a basis for the elaboration of a strategic financial plan and the estimation of the value of the company Gascentrum Ltd.

Keywords: business valuation, strategic analysis, financial analysis, returns methods of valuation

Pod'akovanie za cenné rady a pripomienky patrí vedúcemu mojej diplomovej práce Ing. Přemyslu Pálkovi a Ing. Františkovi Volařikovi zo spoločnosti Gascentrum. s. r. o. za odbornú pomoc a poskytovanie dôležitých informácií.

OBSAH

ÚVOD	9
I TEORETICKÁ ČÁST	10
1 OCEŇOVANIE PODNIKU	11
1.1 PODNIK AKO PREDMET OCENENIA.....	11
1.2 PODNIK AKO TOVAR	11
1.2.1 Tržná hodnota.....	12
1.2.2 Subjektívna (investičná) hodnota	13
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	13
1.2.4 Kolínska škola	14
1.3 DÔVODY OCENENIA PODNIKU.....	14
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	16
2.1 FAKTOR ČASU.....	16
2.2 FAKTOR RIZIKA.....	16
2.2.1 Klasifikácia rizika	16
3 POSTUP PRI OCENENÍ PODNIKU	20
3.1 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	22
3.1.1 PEST analýza	22
3.1.2 SWOT analýza	22
3.1.3 Finančná analýza	23
4 METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU	24
4.1 PRIAME OCENENIE Z DÁT KAPITÁLOVÉHO TRHU	24
4.2 OCENENIE METÓDOU TRŽNÉHO POROVNANIA	24
5 METÓDY ZALOŽENÉ NA STAVOVÝCH VELIČINÁCH	25
5.1 METÓDA ÚČTOVNEJ HODNOTY	25
5.2 METÓDA SUBSTANČNEJ, VECNEJ HODNOTY	25
5.3 METÓDA LIKVIDAČNEJ HODNOTY	26
6 METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSOV	28
6.1 METÓDA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW.....	28
6.2 VYMEDZENIE PEŇAŽNÝCH TOKOV	28
6.2.1 Model DCF s využitím FCFF.....	33
6.2.2 Modely DCF s využitím FCFE	33
6.3 DISKONTNÁ MIERA	34
6.3.1 Metódy stanovenia diskontnej miery.....	35
6.3.2 Priemerné náklady kapitálu WACC	35
6.4 METÓDA KAPITALIZÁCIE ZISKU	36
6.4.1 Analýza minulosti	37
6.4.2 Postup pri aplikácii metódy kapitalizácie zisku	37

6.4.2.1	Analytická metóda	37
6.4.2.2	Metóda paušálna	38
6.5	METÓDA EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTY EVA.....	39
6.5.1	Vzťah ocenenia metódou EVA a metódou DCF.....	40
II	PRAKTICKÁ ČÁST	42
7	CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI GASCENTRUM, S. R. O.	43
8	ANALÝZA MAKRO A MIKRO PROSTREDIA PODNIKU	45
8.1	ANALÝZA MAKRO PROSTREDIA – PEST ANALÝZA GASCENTRUM, S. R. O.....	45
8.1.1	Analýza atraktivity relatívneho trhu.....	48
8.2	MIKRO ANALÝZA PODNIKU.....	49
8.3	SWOT ANALÝZA SPOLOČNOSTI GASCENTRUM, S. R. O.....	55
9	FINANČNÁ ANALÝZA GASCENTRUM, S. R. O.	57
9.1	ANALÝZA ABSOLUTNÝCH UKAZOVATEĽOV	57
9.1.1	Vývoj výsledku hospodárenia	60
9.1.2	Analýza rozdielových ukazovateľov	61
9.1.3	Analýza pomerových ukazovateľov	62
9.1.3.1	Analýza zadlženosti, majetkovej a finančnej štruktúry.....	62
9.1.3.2	Analýza likvidity.....	63
9.1.3.3	Analýza rentability.....	65
9.1.3.4	Analýza aktivity	66
9.1.4	Analýza absolútnych ukazovateľov.....	68
9.1.5	Altmanovo Z – skóre.....	68
9.1.6	Index IN.....	68
9.2	ZÁVERY K FINANČNEJ ANALÝZE.....	68
10	STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN PODNIKU.....	70
10.1	KONŠTRUKCIA STRATEGICKÉHO PLÁNU.....	70
10.2	ANALÝZA FINANČNÉHO PLÁNU.....	75
11	STANOVENIE TRŽNEJ HODNOTY GASCENTRUM, S. R. O.....	78
11.1	DISKONTNÁ MIERA PRE OCEŇOVANIE	78
11.1.1	Náklady na vlastný kapitál	78
11.1.2	Náklady na cudzí kapitál	84
11.1.3	Vážené priemerné náklady kapitálu WACC	84
11.2	OCENENIE PODNIKU GASCENSTRUM, S. R. O. METÓDOU DISKONTOVANÉHO CASH FLOW	85
11.2.1	Ocenenie metódou FCFF (Free Cash Flow to the Firm).....	86
11.2.2	Ocenenie pomocou metódy FCFE (Free Cash Flow to the Equity).....	90
11.3	OCENENIE METÓDOU EVA (EKONOMICKÁ PRIDANÁ HODNOTA)	90
11.4	OCENENIE METÓDOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSOV	91
11.4.1	Hodnota firmy z minulého odnímateľného čistého výnosu	92
11.4.2	Hodnota firmy z plánovaného odnímateľného čistého výnosu	92

11.5 SYNTÉZA VÝSLEDKOV OCENENIE VÝNOSOVÝMI METÓDAMI	93
ZÁVER	95
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	97
ZOZNAM OBRÁZKOV	101
ZOZNAM TABULIEK	102
ZOZNAM PRÍLOH.....	104

ÚVOD

Oceňovanie firiem bolo v Slovenskej republike až do roku 1990 v podstate neznámym pojmom. V centrálne riadenom hospodárstve prakticky neexistoval trh s podnikmi a ceny jednotlivých zložiek majetku boli stanovené podľa pevne úročených pravidiel. S nástupom voľného trhu však vyvstala potreba oceňovacích postupov, pomocou ktorých by bolo možné určiť reálnu hodnotu majetku, operácií, prípadne celej firmy. V súčasnosti je oceňovanie podnikov aj na Slovensku aktuálnou témou, ktorá s postupujúcou privatizáciou a rozvíjajúcim sa trhom stále nabera na význame.

Oceňovanie podniku je komplexná problematika, ku ktorej je nevyhnutné mať dostatočné teoretické, ako aj praktické znalosti a schopnosti, pretože práve tie vytvárajú kvalitu samotného ocenenia. Účelom oceňovania podniku je stanovenie jeho trhovej hodnoty. Nevyhnutné je určiť cieľ ocenenia, teda z akého dôvodu je podnik oceňovaný a pre koho je ocenenie určené. Výsledok celého procesu je závislý predovšetkým na účele ocenenia, na skúsenostiach odhadcu, na kvalite informácií, z ktorých sú dáta pre ocenenie čerpané a najmä na voľbe metódy ocenenia.

Dôvodom ocenenia nemusí byť len kúpa alebo predaj podniku, ale napríklad aj fúzia dvoch alebo viacerých podnikov, zmena právnej podstaty firmy a mnohé iné. Samozrejme rôzne dôvody znamenajú aj rôzne zadania pre oceňovateľa a tomu zodpovedajúce rôzne postupy.

Cieľom mojej práce je na základe poznatkov týkajúcich sa oceňovania podnikov vymedziť finančnú a strategickú pozíciu spoločnosti Gascentrum, s. r. o., vytvoriť jej dlhoročný finančný plán a prostredníctvom týchto informácií určiť hodnotu danej spoločnosti.

Práca je rozdelená na dve časti, a to na teoretickú a praktickú. Prvá časť sa venuje definovaniu podniku ako predmetu ocenenia a ako tovaru, hodnotám podniku a dôvodom jeho ocenenia. Ďalšie kapitoly sa zaoberajú faktorom času a rizika, zároveň aj jeho premietnutím do procesu ocenenia, postupom pri oceňovaní podniku a charakteristikou jednotlivých spôsobov ocenenia s dôrazom na výnosové metódy.

Praktická časť sa zaoberá samotným projektom ocenenia spoločnosti Gascentrum, s. r. o., ktorému predchádza strategická a finančná analýza, ako aj zostavenie strategického finančného plánu. V závere práce je na základe syntézy výsledkov ocenenia výnosovými metódami určená tržná hodnota danej spoločnosti.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVANIE PODNIKU

Účelom oceňovania podniku je stanovenie jeho hodnoty, pričom sa zaoberá podnikom jako tovarom, ktorý je určený k zámene. Hodnota podniku je daná očakávanými budúcimi príjmami (buď na úrovni vlastníkov alebo na úrovni všetkých investorov do podniku) diskontovanými na ich súčasnú hodnotu (angl. present value). Môžeme tiež povedať, že je to určitá viera v budúcnosť podniku, ktorá je vyjadrená v peniazoch. Dôležité je však podotknúť, že podnik sám o sebe nemá žiadnu objektívnu, vecne zdôvodniteľnú, zdokumentovanú a na okolnostiach a podmienkach nezávislú hodnotu. Teda neexistuje jediné, všeobecne platné a „správne“ univerzálne ocenenie ani „správny“ model pre oceňovanie. [2, 3]

1.1 Podnik ako predmet ocenenia

Podnik je súbor hmotných, osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku náležia veci práva ako i iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia k prevádzkovaniu podniku alebo vzhľadom k svojej povahe majú tomuto účelu slúžiť. Podnik je vec hromadná . Podnik je jedinečné, menej likvidné aktívum, pre ktoré existujú veľmi málo účinné trhy. Z ekonomického hľadiska je nutné na podnik prihliadať ako na funkčný celok.

Oceňujeme teda podnik a nie spoločnosť ako právny subjekt. Pretože nevyhnutnou súčasťou podnikania je využívanie záväzkov všetkého druhu, pri oceňovaní podniku musíme brať v úvahu taktiež rozsah týchto záväzkov. [3]

1.2 Podnik ako tovar

Hodnota v ekonomickom slova zmysle je chápaná ako vzťah medzi určitým subjektom a objektom za predpokladu racionálneho chovania a vyplýva z dvoch základných skutočností ekonomického života:

- ľudské potreby všeobecne nemajú hranice
- zdroje k uspokojeniu ľudských potrieb sú obmedzené.

Ekonomická hodnota určitého statku má dve základné stránky:

- **Užitnú hodnotu** – schopnosť statku uspokojovať ľudské potreby. Závisí na možnostiach využitia, preferenciách a zámeroch konkrétneho vlastníka daného predmetu.

- **Výmennú hodnotu** – ak má statok užitnú hodnotu a je k dispozícii v obmedzenom množstve, môže byť predmetom výmeny.

Hodnota podniku nie je objektívnou vlastnosťou podniku, pretože je založená na projekcii budúceho vývoja. Jedná sa preto o odhad. Hodnota bude závislá jednak na účele ocenenia a tiež na subjekte, ktorý ju bude oceňovať. [3]

Podnik ako tovar sa vyznačuje:

- **jedinečnosťou podniku**
- **vzácnosťou** – vynucuje si individuálne jednanie o podmienkach výmeny
- **nízkou mierou organizácie trhu** – nedochádza k sústreďovaniu ponuky a dopytu, neexistuje jedinečnosť konkurencie.

Výsledkom pri oceňovaní podniku je síce stanovenie jeho hodnoty, nejedná sa však o hodnotu výmennú, ale o základ pre cenové jednanie o kúpe. Hodnota podniku preto nie je totožná s cenou, ako je tomu obvykle u iných tovaroch. Je potrebné zdôrazniť, že hodnota podniku je odrazom určitých znalostí o podniku, miere informovanosti oceňovateľa k okamžiku ocenenia. [2]

1.2.1 Tržná hodnota

Tržná hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok predaný k dátumu ocenenia medzi dobrovoľným kupujúcim a dobrovoľným predávajúcim pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom by obe strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku.

Tržná hodnota predpokladá cenu zjednanú na voľnom a konkurenčnom trhu. Oceňovanie na trhu je všeobecne založené na informáciách týkajúcich sa zrovnateľných majetkov. Proces oceňovania vyžaduje, aby oceňovateľ urobil relevantný a adekvátny prieskum trhu, získal všetky významné dáta a taktiež zohľadnil všetky súvisiace fakty.

Oceňovanie majetku založené na trhu:

- musí určovať najvyššie a najlepšie využitie,
- musí identifikovať a zahrňovať definíciu tržnej hodnoty použítú v ocenení

- je odvodené z dát špecifických pre odpovedajúci trh (trhy) a mala by sa opierať o metódy a postupy, ktoré odrážajú myšlienkové postupy účastníkov príslušného trhu. [2]

1.2.2 Subjektívna (investičná) hodnota

Investičná hodnota (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pre konkrétneho investora alebo triedu investorov pre stanovené investičné ciele. Tento subjektívny pojem spojuje špecifický majetok so špecifickým investorom, skupinou investorov alebo jednotou s určitými investičnými cieľmi a kritériami. Investičná hodnota majetkového aktíva môže byť vyššia alebo nižšia než tržná hodnota tohto majetkového aktíva.

Základné charakteristiky investičnej hodnoty:

- reprezentujú v rozhodujúcej miere predstavu riadiacich pracovníkov oceňovaného subjektu, prípadne investora a
- diskontná miera je stanovená na základe alternatívnych možností investovať, ktoré ma oceňovaný subjekt.

Ak teda oceňovateľ vyvodzuje budúce peňažné toky v rozhodujúcej miere z podkladov (finančného plánu) poskytnutých konkrétnym podnikom, pričom jeho primeranosť netestuje žiadnym odpovedajúcim spôsobom, potom nie je oprávnený označiť takého ocenenie za tržnú hodnotu.

Investičná hodnota je vo veľkej miere daná subjektívnymi názormi, predstavami a konkrétnymi podmienkami subjektu, z ktorého hľadiska je zostavená.

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Pretože subjektívne ocenenie neposkytuje profesionálnym odhadcom mnoho priestoru k výkonu ich povolania je výhodnejšie vychádzať z predstavy objektívnej, prípadne objektivizovanejšej hodnoty, ktorú dokáže určiť iba profesionál. Objektívna hodnota je však relatívny pojem, pretože vo svojej podstate neexistuje (hodnota nie je objektívnou vlastnosťou podniku). V tejto súvislosti sa preto môžeme stretnúť s pojmom objektivizovaná hodnota podniku.

Objektivizovanú hodnotu môžeme považovať za istý protiklad subjektívnej hodnoty. Táto hodnota by mala byť v čo najväčšej miere postavená na všeobecne uznávaných dátach a pri jej výpočte by mali byť dodržané určité zásady a požiadavky (udržovať podstatu, voľný zisk, nepotrebný majetok a iné). Cieľom je dosiahnuť čo najväčšej reprodukovateľnosti ocenenia. [2, 3]

1.2.4 Kolínska škola

Kolínska škola je založená na subjektívnom postoji. Zastáva názor, že ocenenie nemá zmysel modifikovať v závislosti na jednotlivých podnetoch, ale na všeobecných funkciách. Rozoznáva niekoľko základných funkcií oceňovania a spolu s tým i funkcií oceňovateľa:

- a) funkciu poradenskú,
- b) funkciu rozhodcovskú,
- c) funkciu argumentačnú,
- d) funkciu komunikačnú,
- e) funkciu daňovú.

Za najdôležitejšiu funkciu považuje poradenskú, kde poskytuje oceňovanie tzv. hraničnej hodnoty, inak hodnoty pre rozhodnutie. [3]

1.3 Dôvody ocenenia podniku

Ocenenie samo o sebe je v podstate službou, ktorú si zákazník objednáva, pretože mu prináša istý úžitok. Tento úžitok môže mať rôznu povahu podľa potrieb objednávateľa a cieľov, ktorým ma ocenenie slúžiť. Preto rozlišujeme ocenenia, ktoré vychádzajú z rôznych podnetov a môžu slúžiť rôznym účelom.

1) Ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami:

- kúpa alebo predaj podniku na základe zmluvy o predaji
- nepeňažný vklad do obchodnej spoločnosti (konkrétne vklad podniku)
- ocenenie v súvislosti s fúziou podniku
- ocenenie v súvislosti s rozdelením podniku

2) Ocenenie pre prípady, kedy k vlastníckym zmenám nedochádza:

- zmena právnej formy spoločnosti
- ocenenie v súvislosti s poskytovaním úveru (spracovať nielen účtovné, ale aj reálne ocenenie)
- ocenenie v súvislosti so sanáciou podniku (ak je likvidačná hodnota podniku nižšia než hodnota podniku po sanaci znížené o kapitálové výdaje)

V každom prípade by malo byť u každého ocenenia jasné, z akého podnetu vzniklo a o akú kategóriu hodnoty sa jedná a aká úroveň (hladina) hodnoty má byť určená. [4]

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Na týchto dvoch faktoroch je založená podstatná časť úvah pri oceňovaní podniku. Oba faktory sa do oceňovania premietajú predovšetkým prostredníctvom diskontnej miery, ktorá bude v tejto kapitole taktiež popísaná. [3]

2.1 Faktor času

Faktor času vymedzuje hodnotu aktíva ako súčasnú hodnotu budúcich čistých príjmov, ktoré z tohto aktíva poplynú jeho držiteľovi. Táto definícia platí ako pre podnik ako celok, tak aj pre jednotlivé majetkové položky.

Nie však všetky budúce príjmy alebo majetkové položky, ktoré budú pre príjemcu tvoriť hodnotu podniku majú pre neho rovnocenný význam. Popri ich výške je veľmi dôležité aj to, ku ktorému okamžiku ich držiteľ aktíva získa, pretože príjem získaný skôr má väčší význam, ako príjem získaný neskôr. Hovoríme teda o tzv. časovej hodnote peňazí.

V dôsledku tejto skutočnosti musíme najprv všetky budúce príjmy prepočítať k dátumu ocenenia, tj. zistiť ich súčasnú hodnotu a až potom ich môžeme spočítať.

Tieto peňažné čiastky môžu mať túto základnú podobu:

- jednotlivá čiastka
- anuita – rada rovnako veľkých pravidelných platieb
- perpetuita – nekonečná anuita. [3]

2.2 Faktor rizika

Neoddeliteľnou súčasťou podnikania je riziko. Riziko môžeme definovať všeobecne ako možnosť, že dosiahnuté výsledky sa odchyľujú od predpokladov. Alebo sa dá riziko charakterizovať ako stupeň neistoty spojený s očakávaným výnosom. Čím je miera rizika vyššia, tým vyššia musí byť miera výnosu pre investora. Pri oceňovaní podniku musíme týmto otázkam venovať mimoriadnu pozornosť, pretože jedným z odrazových mostov pre správne ocenenie podniku je kvalifikovane stanovená miera rizika. [2, 6]

2.2.1 Klasifikácia rizika

Z pohľadu oceňovania podniku môžeme riziko klasifikovať ako:

- **riziko tržné (systematické)** – riziko spojené s fungovaním podniku v určitom vonkajšom ekonomickom prostredí, ktoré je taktiež spojené s významnou vlastnosťou a to nemožnosťou jeho eliminácie zo strany podniku. Predstavuje exogénnu veličinu, na ktorú musí podnik, aby bol schopný obstáť v meniacich sa podmienkach, pružne reagovať,
- **riziko špecifické** – spojené s fungovaním podniku. Obvykle sa vyjadruje ako riziko prevádzkové alebo finančné. [2]

Tržné riziko

Tržné riziko pramení z faktu, že existuje nebezpečie, ktoré ovplyvňuje celú ekonomiku a ohrozuje všetky podniky bez rozdielu. Ide napríklad o očakávanie zmien úrokových sadzieb, politickú nestabilitu, apod.

Tržné riziko sa meria koeficientom beta (β), ktorý udáva citlivosť investície voči trhu. Koeficient beta meria vlastne tržné riziko tým, že hovorí, k akej percentuálnej zmene kurzu v priemere dochádza, ak dôjde ku zmene na trhu o 1 %:

- **Ak je $\beta > 1$** , je cenný papier rozkolísanejší než trh ako celok. Jedná sa o agresívnu reakciu na trhu, ktorá zvyšuje rizikovosť cenného papiera a prispieva k rozkolísaniu trhu.
- **Ak je $\beta < 1$** , potom je akcia v porovnaní s trhom defenzívna, má tendenciu pohybovať sa v rovnakom smere ako trh, omnoho pomalšie, ale nie v takom rozsahu.
- **Ak je $\beta = 1$** , je akcia neutrálna a mení sa súčasne s trhom.
- **Ak je $\beta = 0$** , potom je akcia inertná, nereaguje na trh a neexistuje riziko, žeby sa kurz menil v závislosti na trhu.

Miera tržného rizika je determinovaná tromi základnými činiteľmi:

- Charakterom výroby alebo služby poskytovanými podnikom. Hodnoty tržného rizika sú vyššie tam, kde je produkt závislý na hospodárskych cykloch.
- Prevádzkovou pákou. Je odrazom pôsobenia úrovne fixných nákladov. Čím vyšší rozsah, tým má podnik menší priestor pri prechodnom výkyve trhu a poklese tržieb.

- Finančné riziko. Rast podielu dlhu na financovaní podniku znamená, že taktiež dochádza k nárastu fixných nákladov prostredníctvom úrokových platieb. Preto firmy s vyššou úrovňou zadlženia majú aj vyššiu úroveň rizika. [2]

Jedinečné (špecifické) riziko

Každá investícia má taktiež riziko označované ako riziko jedinečné. Medzi nimi významnú úlohu hrajú predovšetkým riziko finančné a prevádzkové.

Finančné riziko

Finančné riziko (financial risk) odráža mieru zapojenia cudzích zdrojov vo financovaní podniku. Je závislé na veľkosti fixných finančných nákladoch. Tieto náklady tvoria predovšetkým nákladové úroky, ale aj ďalšie relatívne pevné platby za používanie kapitálu, ako napríklad leasingové splátky apod. Finančné riziko býva stotožnené s tou časťou volatility celkových výsledkov hospodárenia, ktorá je spôsobená platením fixných nákladových úrokov.

Môžeme ho merať dvoma spôsobmi:

a) Prostredníctvom stupňa finančnej páky:

$$\text{Finančné riziko} = \text{Stupeň finančnej páky} = \frac{\% \text{ zmena VH z bežnej činnosti}}{\% \text{ zmena prevádzkového VH}}$$

b) Prostredníctvom rôznych ukazovateľov zachycujúcich výšku zadlženosti a likviditu

Ukazovateľom finančného rizika môže byť napríklad i výška pracovného kapitálu, kedy malý alebo dokonca záporný pracovný kapitál môže indikovať zvýšené finančné riziko.

Prevádzkové riziko

Prevádzkovým rizikom (operating risk) sa rozumie rozsah v akom podnik využíva hmotný majetok a s ním spojené fixné náklady. Prevádzkové riziko je ovplyvnené predovšetkým už zmienenou prevádzkovou pákou. Je dané podielom fixných prevádzkových nákladov na celkových prevádzkových nákladoch. Platí, že čím má podnik vyšší podiel fixných nákladov na celkových nákladoch, tým väčšie je prevádzkové riziko.

Podniky, ktoré podstupujú vyššie prevádzkové riziko (vyšší podiel fixných nákladov a nízky podiel variabilných), musia klásť väčší dôraz na vyššiu ziskovosť tržieb, aby dosiahli primeranej úrovne rentability celkového vloženého kapitálu.

Prevádzková páka (prevádzkové riziko) sa meria percentuálnou zmenou prevádzkových ziskov relatívne k percentuálnej zmene predaja [2, 6]:

$$\text{Prevádzkové riziko} = \frac{\% \text{ zmena prevádzkového zisku}}{\% \text{ zmena predaja}}$$

3 POSTUP PRI OCENENÍ PODNIKU

Pred zahájením samotného oceňovania je potrebné poznať dôvod ocenenia a hodnotu, ktorá by mala byť výsledkom ocenenia. Bez ohľadu na to, aký prístup či metódu ocenenia zvolíme, na základe teoretických východísk a praktických skúsenosti je možné odporučiť takýto postup pre oceňovanie podniku: [4]

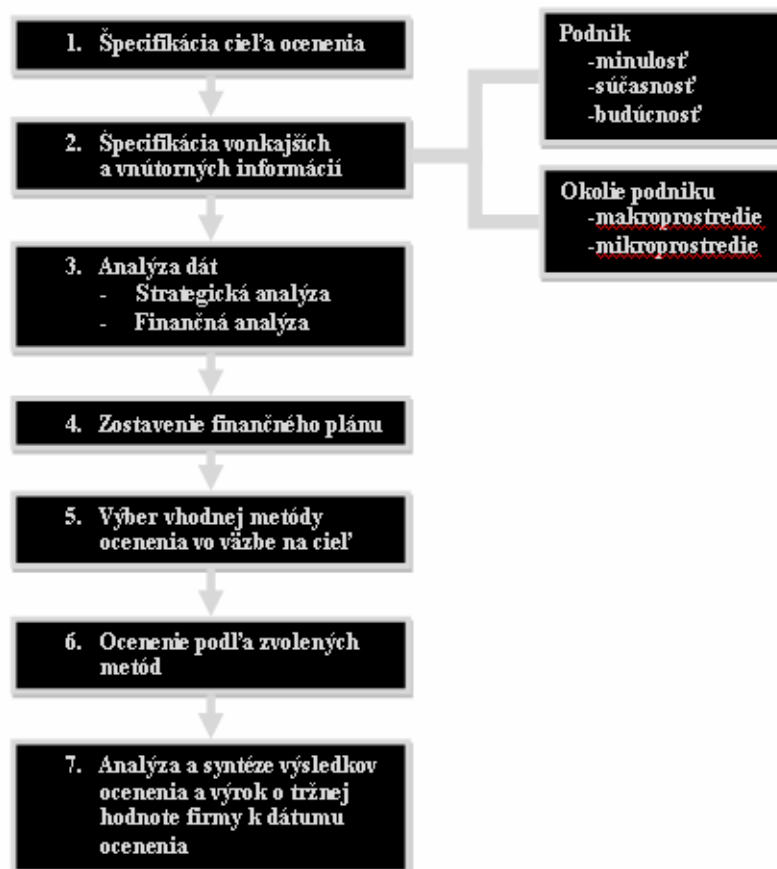
1) Zber vstupných dát, ktorý zahŕňa:

- základné informácie o podniku,
- ekonomické dáta,
- informácie o relatívnom trhu a jeho konkurenčnej štruktúre,
- informácie odbytu a marketingu,
- základné dáta o výrobe a dodávateľoch,
- základné informácie o zamestnancoch spoločnosti.

2) Analýza dát:

- Strategická analýza – úlohou strategickej analýzy je vymedziť celkový výnosový potenciál (vonkajší aj vnútorný) podniku. Je tiež dôležitým predpokladom dôveryhodnosti výsledného ocenenia a dáva odpovede na otázky:
 - Aké sú perspektívy podniku z dlhodobého hľadiska?
 - Aký vývoj trhu, konkurencie a podnikových tržieb je možné očakávať?
 - Aké riziká sú s podnikom spojené?
- Finančná analýza pre zistenie finančného zdravia podniku – odpovedá na otázku, či je možné počítať s dlhodobou existenciou podniku. Výsledky finančnej analýzy dopĺňujú výsledky strategickej analýzy pre tvorbu finančného plánu a podklady pre stanovenie rizika.
- Rozdelenie aktív podniku na prevádzkovo nutné a nenutné – je potrebné, ak časť majetku nie je vôbec využívaná a neplynú z nej žiadne alebo iba malé príjmy a ak riziká spojené s týmito aktívami môžu byť rozdielne. Na základe rozdelenia aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné je dôležité upraviť prevádzkový výsledok hospodárenia o náklady a výnosy spojené s nenutnými aktívami.

- Analýza a hodnota generátorov hodnoty - analýzou a prognózou generátorov hodnoty by sa mal oceňovateľ zaoberať vždy, pokiaľ predpokladá pokračovanie podniku a musí teda preukázať jeho dlhodobú perspektívu. Medzi generátory hodnoty patria tržby a ich rast, marže prevádzkového zisku, diskontná miera, investície do pracovného kapitálu, doba existencie podniku, spôsob financovania.
 - Orientačné ocenenie na základe generátorov hodnoty
- 3) Zostavenie finančného plánu** – spracovanie finančného plánu je potrebné konzultovať s vedením firmy. Finančný plán obsahuje plánovanú súvahu, výkaz zisku a strát a výkaz peňažných tokov. [3, 18]
- 4) Ocenenie**
- Voľba metódy – metóda je podstatnou súčasťou základu oceňovania podniku. Spája jednotlivé hodnotové zložky v hodnotu podniku. [1, 18]
 - Ocenenie podľa zvolených metód



Obr. 1: Postup stanovenia hodnoty podniku [17]

3.1 Strategická analýza

Hlavnou úlohou strategickej analýzy je vymedziť celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, ktorý je závislý na vonkajšom a vnútornom potenciály, ktorým podnik disponuje.

Základom pre formulovanie stratégie podniku vedúceho k dosiahnutiu konkurenčnej výhody je nájdenie súvislostí medzi podnikom a jeho okolím. Proces formulácie stratégie vyžaduje systematický prístup pre identifikáciu a analýzu vonkajších faktorov pôsobiacich na podnik a ich konfrontácia so zdrojmi a schopnosťami podniku. Základné východiska pre formuláciu stratégie vyplývajú z výsledkov strategickej analýzy. Táto analýza zahrnuje rôzne analytické techniky využívané i pre identifikáciu vzťahov medzi okolím podniku, zahrnujúcim makro okolie, odvetvie, konkurenčnú silu trhu, konkurentov, a zdrojovým potenciálom podniku. [2, 8]

3.1.1 PEST analýza

PEST analýza delí vplyvy makro okolia do štyroch základných skupín, ktoré môžeme označiť ako:

- faktory politické a legislatívne,
- faktory ekonomické,
- faktory sociálne a kultúrne a
- faktory technologické.

Každá z týchto skupín v sebe zahrnuje radu faktorov makro okolia, ktoré odlišnou mierou ovplyvňujú podnik. Dôležitosť jednotlivých faktorov sa pre odlišné odvetvia, podniky a tiež rôzne situácie môže líšiť. [8]

3.1.2 SWOT analýza

SWOT analýza je jednoduchým nástrojom, ktorý je zameraný na charakteristiku kľúčových faktorov ovplyvňujúcich strategické postavenie podniku. SWOT analýza identifikuje hlavne slabé a silné stránky podniku a porovnáva ich s hlavnými vplyvmi okolia podniku. Základný prínos SWOT analýzy je v identifikácii vonkajších a vnútorných faktorov a následné ocenenie ich vplyvov a väzieb medzi nimi. [8]

3.1.3 Finančná analýza

Finančná analýza patrí k významným nástrojom finančného riadenia, ktorý hodnotí minulý a súčasnú vývoj hospodárenia podniku z rôznych pohľadov a tým dáva podklady pre budúce rozhodovanie. Jej úlohou je čo najkomplexnejšie charakterizovať finančnú situáciu podniku. U finančnej analýzy vychádzame z účtovných výkazov (výkaz zisku a strát, súvaha a cash flow) a hodnotíme všetky oblasti hospodárenia (zadlženosť, likviditu, rentabilitu, aktivitu). Výsledkom finančnej analýzy je interpretácia výsledkov a závery pre ďalšie hospodárenie podniku. [7, 8]

4 METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU

4.1 Priame ocenenie z dát kapitálového trhu

Ide o ocenenie akciových spoločností, ktorých akcie sú bežne obchodované. Čiže máme k dispozícii trhovú cenu akcií. Vynásobením počtu akcií s ich trhovou cenou získame tzv. tržnú kapitalizáciu, ktorá býva často stotožňovaná s tržnou hodnotou podniku. V skutočnosti sa však tieto dve veličiny líšia a to:

- 1) v cene akcie – pre tržnú hodnotu nemôžeme automaticky vziať poslednú tržnú cenu a nebrať v pod dotaz jej volatilitu. V praxi sa preto vychádza z priemernej ceny za posledné obdobie.
- 2) vo všeobecnej rovine vzťah medzi hraničnou a priemernou hodnotou – aktuálna cena na trhu je obvykle výsledkom predaja zlomku celkového počtu akcií. [3]

4.2 Ocenenie metódou tržného porovnania

Ak potrebujeme oceniť inú než akciovú spoločnosť alebo akciovú spoločnosť, ktorej akcie nie sú bežne obchodované, použijeme metódu tržného porovnania. Zjednodušene to znamená, že tržnú hodnotu aktíva odvodzujeme z informácií o konkrétnych cenách alebo tržných hodnotách obdobných aktív. Túto metódu môžeme bez problémov uplatniť iba vtedy, ak sú rozdiely medzi aktívami malé. Najst' plne zrovnateľný podnik, ktorého cena by bola k dispozícii je takmer nemožné.

Najlepšie podmienky pre túto metódu sú v Spojených štátoch. Metóda tržného porovnania je tu uplatňovaná v troch rovinách:

- 1) **Metóda zrovnateľných podnikov** – ide o zrovnávanie podobných podnikov, u ktorých je známa cena ich obchodovaných akcií.
- 2) **Metóda zrovnateľných transakcií** – zrovnávanie s podobnými, ktoré ako celok boli predmetom transakcií a poznáme ich realizačnú cenu.
- 3) Zrovnávanie s podobnými podnikmi, ktorých podiely boli oceňované pre **vstup na burzu**. [3]

5 METÓDY ZALOŽENÉ NA STAVOVÝCH VELIČINÁCH

Majetkové metódy ocenenia podniku vychádzajú zo súčasnej hodnoty aktív znížené o výšku cudzích zdrojov. Patria sem:

- metóda účtovnej hodnoty,
- metóda substančne (vecnej) hodnoty,
- metóda likvidačnej hodnoty. [7]

5.1 Metóda účtovnej hodnoty

Každý podnik je z pohľadu obchodného zákonníka povinný viesť účtovníctvo a zo zákona o účtovníctve mu vyplýva povinnosť, aspoň raz do roka spracovať účtovnú závierku.

Účtovná evidencia nám poskytuje minimálne informácie o:

- hodnote podniku ako celku = aktíva = pasíva,
- hodnote základného kapitálu = počet akcií * nominálna hodnota akcie,
- hodnote vlastného kapitálu = aktíva (pasíva) – cudzie zdroje.

Účtovná hodnota vyjadruje v nominálnom vyjadrení pôvodný rozsah investovaného kapitálu. Pre investorov je žiaduci vzťah, aby aktuálna trhovú cenu akcie na kapitálovom trhu bola vyššia než účtovná hodnota vlastného imania na jednu akciu (book value). Jedine pri tomto predpoklade vzniká hodnota pridaná trhom, ktorá znamená rast bohatstva pre akcionára.

Práve na tomto princípe sú dnes koncipované prístupy ku stanoveniu tržnej hodnoty podniku opierajúce sa o nový ukazovateľ EVA (economic value added). Základom je predovšetkým v účtovnom vyjadrení definovaný rozsah investovaného spoplatneného kapitálu, ku ktorému sa prirába súčasná hodnota budúceho EVA. [2]

5.2 Metóda substančnej, vecnej hodnoty

Táto metóda je investormi v strednej Európe veľmi obľúbená, pretože poskytuje vierohodné, ľahko kontrolovateľné výsledky a poskytuje aktuálne informácie o finančnom zdraví podniku a eventuálnych rizikách spojených s jeho prevádzkovaním.

Podstata substančnej (vecnej) metódy je v tom, že svojím spôsobom reaguje predovšetkým na princíp účtovania v historických, resp. reprodukčných cenách. Ťažisko tejto metódy spočíva v časti aktív, ktoré nazývame stále, fixní, či vecné a ktoré sú v podniku dlhodobo viazané. Práve u nich je totiž aktuálny problém historických, resp. čistých reprodukčných nákladov.

Druhou zložkou je obežný majetok, u ktorého sa nejedná o reprodukčné náklady. Pri aplikácii hodnoty substancie ide u tohto druhu majetku prioritne o to, či čiastky zachytené v účtovníctve vzťahujúce sa k zásobám a iným krátkodobým zložkám obežného majetku sú schopné premeny v pohotové, likvidné prostriedky. Konkrétne to teda znamená, že aktíva majú rozdielnu funkciu, a preto je z tohto pohľadu nevyhnutné pristúpiť k ich prehodnoteniu v účtovnom vyjadrení.

Súčasťou práce odhadcu nie je len práca s aktíva, ale aj s pasívami. Ide predovšetkým o reálne vyjadrenie záväzkov, ktoré vyplývajú z fungovaniu podniku ako takého.

Metóda substančnej hodnoty je pracovne náročná. Odhadca musí najprv vymedziť majetkovú podstatu podniku, k čomu využíva podnikovú evidenciu. Význam vecnej hodnoty spočíva v schopnosti majetku podniku generovať pre vlastníka výnos.

V prvom postupovom kroku pri použití tejto metódy odhadca preberá jednotlivé majetkové časti a tie znovu oceňuje. Dôležitým predpokladom, za ktorého je „precenenie“ prevádzané je, že aktíva sa oceňujú ako súčasť fungujúceho podniku.

Cieľom tohto ocenenia je nájsť odpoveď na otázku, koľko by stálo znovu vybudovanie podniku, ktorý je predmetom nášho záujmu. Výsledkom tejto metódy je teda stanovenie aktualizovanej obstarávacej hodnoty alebo čistých reprodukčných nákladov pod pojmom substančná hodnota. [2, 3]

5.3 Metóda likvidačnej hodnoty

Likvidačná hodnota je vyčíslená k časovému okamžiku predpokladu ukončenia činnosti podniku. Nevychádza teda z predpokladu trvalej existencie podniku, tj. going concern princípu ako tomu je pri majetkovej a substančnej metóde.

Likvidačná hodnota je daná predpokladanými príjmami z likvidácie alebo odpredaja jednotlivých majetkových položiek. Jedná sa o ocenenie statické, orientované predovšetkým na možnosti trhu vstrebať podnikový majetok v určitom časovom horizonte. [3, 7]

$LH = \text{príjmy z predaja majetku} - \text{výdaje (na vyrovnanie dlhu, náklady na likvidáciu)}$

Metóda likvidačnej hodnoty sa používa predovšetkým v týchto prípadoch:

- ako súčasť ocenenia podniku s obmedzenou životnosťou (napr. u ťažobných podnikoch)
- ocenenie stratového podniku
- odhad dolnej hranice ocenenia podniku – ak je výnosové alebo iné ocenenie podniku nižšie než likvidačná hodnota, potom sa táto likvidačná hodnota stáva základom pre výsledné ocenenie podniku
- rozhodovanie medzi likvidáciou a sanáciou podniku
- likvidačná hodnota môže slúžiť ako meradlo istoty kapitálu investovaného do podniku
- likvidačná hodnota sa používa tiež pre ocenenie neprevádzkového majetku. [3]

6 METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE VÝNOSOV

Výnosové metódy vychádzajú z predpokladu, že hodnota podniku je určená hodnotou očakávaného budúceho úžitku plynúceho z vlastníctva podniku. Z hľadiska teórie je najsprávnejšie za tento úžitok považovať výnosy, konkrétne skutočné príjmy plynúce z oceňovaného statku jeho držiteľovi. [4]

6.1 Metóda diskontovaného čistého cash flow

Podstatou oceňovania na základe uplatnenia metód diskontu cash flow (DCF – discounted cash flow) je, že hodnota aktív je odvodzovaná od súčasnej hodnoty budúcich peňažných tokov. Využívanie DCF je založené na týchto zjednodušených predpokladoch:

- kapitálové trhy sú efektívne,
- kapitálová štruktúra je tvorená iba vlastným imanom a dlhom,
- existuje iba daň z príjmu,
- podnik, z pohľadu „going concern“ princípu, musí trvale investovať do výšky odpisov, potom platí : $ODP_t = INV_t + WC_t$. [2]

Rovnako ako aj v iných prípadoch, tak aj tu, tieto základné predpoklady zohrávajú dôležitú úlohu, pretože sa odrážajú v konštrukcii vlastných modelov.

Hodnota podniku rastie, ak IRR (internal rate of return – vnútorná miera výnosu) $>$ $WACC$ (priemerné náklady na kapitál) a keď podnik dosahuje relatívne vysoké tempo rastu (g).

Pre výpočet výnosovej hodnoty metódou DCF môžeme rozlíšiť tri základné techniky:

- metóda „entity“ (Entity approach) = jednotka tu označuje podnik ako celok
- metóda „equity“ (Equity approach) = vlastný kapitál
- metóda „APV“ (Adjusted present value) = upravená súčasná hodnota [2, 3]

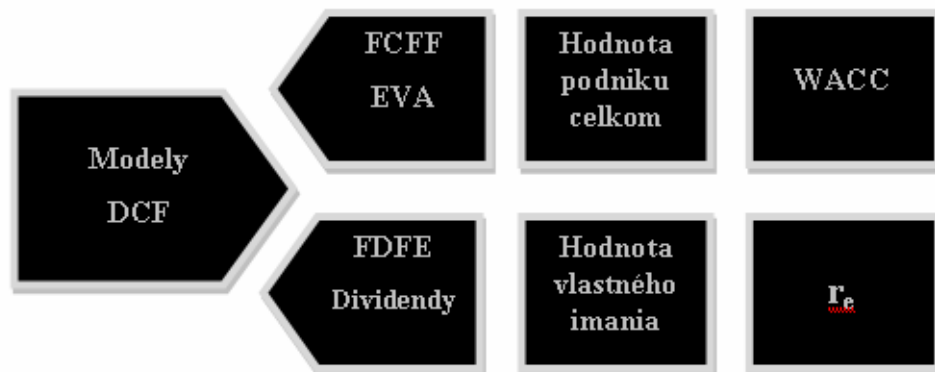
6.2 Vymedzenie peňažných tokov

Modely DCF môžu pracovať s rozdielnymi peňažnými tokmi, podľa toho, pre koho je peňažný tok určený:

- voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov – **FCFF** – free cash flow to the firm

- voľný peňažný tok pre vlastníkov – **FCFE** – free cash flow to the equity
- peňažný tok pre akcionárov – **DDM** – dividend discount model
- peňažný tok, zabezpečujúci rast bohatstva – **EVA** [2]

Pre ďalšiu prácu je dôležité správne stanovenie diskontnej miery v modeloch. Zásadne platí, že zladíme obsah čitateľa s menovateľom.



Obr. 2: Modely DCF z pohľadu budúcich výnosov a vypovedajúcej schopnosti výslednej hodnoty [2]

Voľný peňažný tok pre vlastníka a veriteľa FCFF môžeme vypočítať podľa vzorca:

$$FCFF_t = EBIT_t(1-t) + ODP_t - \Delta WC_t - Investície_t$$

$FCFF_t$ voľný peňažný tok pre vlastníka a veriteľa

$EBIT_t$ prevádzkový zisk pred zdanením

t sadzba dane z príjmu

ODP_t odpisy

ΔWC_t zmena čistého pracovného kapitálu

Voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov predstavuje akékoľvek prevádzkové peňažné toky, ktoré podnik generuje z prevádzkových aktív. FCFF predstavuje peňažný tok, z ktorého budú, po zaistení rozvoja a ďalšieho fungovania podniku, uspokojené nároky akcionárov a veriteľov. Pre FCFF sú charakteristické tieto znaky:

- predstavuje výhradne prevádzkové peňažné toky, vychádza sa z hypotézy financovania vlastným kapitálom,

- diskontná miera na báze priemerných nákladov kapitálu premieta vplyv kapitálovej štruktúry,
- výsledkom je ocenenie firmy celkom.

U voľného peňažného toku pre vlastníkov FCFE rozlišujeme dve situácie a to, kedy podnik je financovaný vlastným kapitálom – podnik bez finančnej páky, postupujeme podľa vzorca:

$$FCFE = EBIT (1 - t) + ODP - INV - \Delta WC$$

a kedy podnik je okrem vlastného kapitálu financovaný ešte dlhom. Potom postupujeme podľa vzorca:

$$FCFE = EBIT (1 - t) + ODP - \text{prioritné dividendy} - \text{splátky istiny veriteľom} - \\ - \text{investície} - \Delta WC$$

Pre FCFE sú charakteristické tieto znaky:

- peňažné toky zohľadňujú kapitálovú štruktúru,
- diskontná miera je preto na bázi nákladov vlastného kapitálu,
- výsledkom je hodnota vlastného kapitálu. [2]

Hodnota podniku bez finančnej páky

Ak je podnik financovaný iba z vlastných zdrojov, jeho hodnotu stanovíme pomocou vzorca:

$$V_u = X_t \times \frac{(1 - t)}{r_a}$$

V_u hodnota podniku

X_t hrubý zisk

t efektívna daňová sadzba

r_a očakávaný výnos

Hodnota podniku s finančnou pákou

Podnik je financovaný nielen prostredníctvom akciového kapitálu financovaný i dlhom vo výške D za podmienky výnosu dlhu pre veriteľa r_d . Hodnotu podniku v tomto prípade môžeme vypočítať pomocou vzorca:

$$V_L = (X_t - r_d D) \frac{(1 - t)}{r_e} + \frac{r_d D}{r_d} = E + D$$

V_L hodnota zadlženého podniku

V_U hodnota podniku plne financovaného vlastným kapitálom

r_d úrok

D cudzie zdroje

E vlastný kapitál

T sadzba dane z príjmu

r_a požadovaný výnos nezadlženého podniku

FCFE teda predstavuje voľný peňažný tok, ktorý po uspokojení nárokov veriteľov a zaistení ďalšieho fungovania firmy zostávajú v spoločnosti. Ak aj za týchto okolností zostáva $FCFE > 0$, znamená to, že firma generuje zdroje navyše, ktoré môže umiestniť do alternatívnych investičných príležitostí, kde by našli primerané zhodnotenie alebo môžu byť dôvodom pre založenie dividendovej politiky.

Dividenda predstavuje príjem akcionára, ktorý je výsledkom dividendovej politiky v podniku. Dividenda môže byť rozdeľovaná ak podnik jednak vyprodukuje zisk a jednak ak o výplatu rozhodne valná hromada. Dôležitou skutočnosťou prečo firmy zvažujú výplatu dividend je aj skutočnosť, že dividenda je zdaňovaná dva krát. [2]

Základné tvary DCF

Pri výbere vhodného modelu DCF je potrebné zvažovať:

- možnosť spoľahlivo určiť budúci výnos a jeho charakter,
- posúdenie rastovej miery v relácii k nominálnej miere hospodárstva ako celku alebo oboru z pohľadu času,
- premietnuť výšku uvedených skutočností do miery investícií a ich následné porovnanie s úrovňou odpisu.

Pri diskontovaní peňažných tokov sa vychádza zo všeobecného vzorca:

$$\text{Hodnota} = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t peňažný tok v čase t

r diskontná miera odrážajúca rizikovosť peňažného toku v čitateli



Obr. 3: Základné tvary modelu DCF [2]

Model pre stabilný rast

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{CF_t}{r} - g_n$$

g_n - tempo rastu do nekonečna

Dvojfázový prepočet

$$\text{Hodnota podniku} = CF_0(1+g) \frac{1-(1+g)^n}{(1+r)^n} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n)}(1+r)^n$$

Trojfázový prepočet

$$\text{Hodnota podniku} = \sum \frac{CF_0(1+g)^t}{(1+r)^t} + \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_m)}(1+r)^m$$

Vyššie naznačené možnosti udávajú, že pri práci s modelmi DCF rozlišujeme jednotlivé fáze, ktoré sa líšia predovšetkým tempom rastu podniku. Neexistuje pravidlo, ktoré by stanovilo, ako určiť správne dĺžku jednotlivých fáz. Pomôckou pre odhadcu by mohol byť snád' vzťah, ktorým je proporcia medzi odpismi a investíciami.

- Ak sú odpisy vyššie než investície → podnik sa nachádza v rastovej fáze,
- ak sú odpisy totožné s investíciami → podnik je stabilizovaný,

- a ak sú odpisy nižšie ako investície → podnik je vo fáze poklesu.

Prvá fáza CAP (advantage period) je vnímaná ako obdobie, kedy podnik dosahuje vyššiu výnosnosť než sú náklady na kapitál. Druhá, resp. tretia fáza nastáva, keď sa podnik stabilizuje. Jedná sa o ustálenie ziskových marží, obratu kapitálu a ostatných činiteľov. [2]

6.2.1 Model DCF s využitím FCFF

V tomto modeli sa pracuje s peňažným tokom pre firmu ako celok – FCFF. Potom však musí i diskontná miera odrážať skutočnosť, že peňažný tok je určený ako veriteľovi tak aj vlastníkom. Diskontná miera musí byť teda určená pomocou modelu vážených nákladov na kapitál (WACC):

Jednofázový prepočet

$$\text{Hodnota podniku celkom} = \sum \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Ak sa bude jednať o stabilný rastový model, tak využijeme vzorec:

$$\text{Hodnota podniku celkom} = \frac{FCFF_1}{WACC} - g_n$$

Dvojfázový prepočet

$$\text{Hodnota podniku celkom} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{a+1}}{WACC - g_a} (1+WACC)^{-a}$$

Pre výpočet hodnoty druhej fáze je nevyhnutné vychádzať vždy z konkrétnej situácie, ktorá sa vzťahuje k podniku. Obvykle sa pracuje s niektorými z výnosov, napr. EBITu alebo EBDITu a hodnota podniku sa vypočíta ako násobok. [2]

6.2.2 Modely DCF s využitím FCFE

FCFE predstavuje peňažné toky pre vlastníkov, čím sa zásadne líši od FCFF. Tento peňažný tok je spojený s vyššou mierou rizika, ktorá sa musí odraziť i v stanovení diskontnej miery:

$$\text{Hodnota vlastného kapitálu} = \sum \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t}$$

Jednofázový model

$$\text{Hodnota vlastného kapitálu} = \frac{FCFE_t}{r_e} - g_n$$

Dvojfázový prepočet

$$\text{Hodnota vlastného kapitálu podniku} = \sum \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e - g_n)} (1+r_e)^{-n}$$

V praxi používame modely FCFE ak sa jedná o podniky s ustálenou finančnou pákou, tj. so stabilizovanou štruktúrou financovania a ak môžeme FCFE stanoviť dopredu s potrebnou mierou spoľahlivosti.

FCFF využívame ak v podniku v čase ocenenia môžeme pozorovať relatívne vysokú finančnú páku, ktorá sa v priebehu analyzovaného obdobia mení a v tejto súvislosti môžeme očakávať zásadnejšie zmeny v diskontnej miere. Toto je typický prípad väčšiny českých podnikov.

Dividendový diskontný model je vhodnejšie použiť tam, kde sú vyplácané dividendy alebo tam kde je problémové stanoviť FCFE. FCFE má vyššiu vypovedaciu schopnosť než dividendy a je dobré ho použiť, ak máme k dispozícii dostatok informácií alebo ak sa jedná o podniky, ktoré nie sú obchodovateľné na kapitálovom trhu. [2]

6.3 Diskontná miera

Diskontná miera je nástroj, pomocou ktorého sa do podniku premieta faktor času a rizika. Synonymom pojmu diskontná miera je pojem kalkulovaná úroková miera.

Úlohou diskontnej miery je najmä previesť budúce výnosy na súčasnosť, vyjadriť očakávanú výnosnosť investície v čase a tým zohľadniť aj mieru rizika spojenú s investíciou do nákupu akcií podniku. V diskontnej miere sa odráža nielen faktor času, ale aj riziko konkrétnej investície. Všeobecne platí, že čím je vyššia miera rizika, tým je vyšší výnos, ktorý investor požaduje. [2]

Diskontná miera je teda:

- miera výnosnosti používaná na prepočet peňažnej čiastky, ktorá má byť buď vydaná alebo prijatá, na súčasnú hodnotu tejto čiastky,
- miera výnosnosti očakávaná investorom pri akvizícii budúcich peňažných tokov s prihliadnutím na riziko spojené s možnosťou tento výnos získať. [3]

6.3.1 Metódy stanovenia diskontnej miery

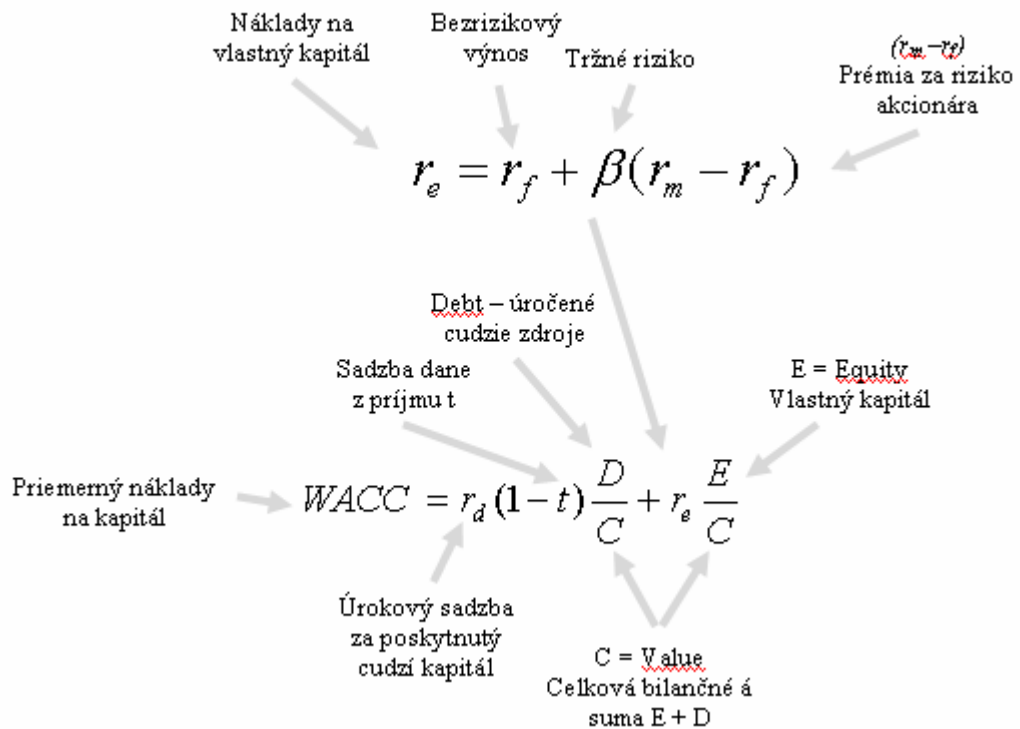
Správnosť výsledku aplikácie výnosových metód je zo značnej časti závislá na správnosti stanovenia diskontnej miery a tiež na správnosti jej stanovenia k výnosom. Pravidlo pre párovanie výnosov a diskontnej miery uvádza táto tabuľka:

Tab. 1: Pravidlá porovnania výnosov a diskontnej miery [2]

Forma budúcich výnosov	Diskontná miera
FCFF	WACC
EVA	WACC
Dividenda	r_e napr. CAMP, ATP
FCFE	r_e napr. CAMP, ATP

6.3.2 Priemerné náklady kapitálu WACC

WACC predstavujú priemernú cenu, ktorý podnik platí za vytvorený finanční mix na strane pasív. Ide o dohodový finančný mix, pretože podnik spravidla nemení z roka na rok kapitálovú štruktúru. [2]



Obr. 4: Definícia priemerných nákladov na kapitál podniku WACC [2]

Pri stanovení WACC musíme najprv určiť váhy jednotlivých zložiek kapitálu na celkovom investovanom kapitále, tj. podiel vlastného kapitálu a cudzieho kapitálu. Odporúča sa, aby sa pri určení váh jednotlivých komponentov bolo využité vyjadrenie v trhových hodnotách, tj. tržná kapitalizácia vlastného imania (E) a cudzích zdrojov (D) na celkovej trhovej hodnote daného podniku ($E + D = C$). [2]

6.4 Metóda kapitalizácie zisku

Metóda kapitalizácie zisku, alebo inak kapitalizácie čistých výnosov, je metódou „netto“ (alebo „equity“), čiže hodnotu podniku počítame z výnosov iba pre vlastníkov vlastného kapitálu a výsledkom je teda tiež hodnota vlastného kapitálu. V závislosti na tom, ako sú chápané tieto čisté výnosy poznáme dve základné varianty danej metódy.

Prvá varianta vychádza z toho, že čistý výnos podniku má byť určovaný na základe rozdielu medzi príjmami a výdajmi a prakticky ju možno stotožniť s metódou DCF equity.

Základnou odlišnosťou druhej varianty, „varianty praktikov“, je, že čistý výnos je odvodzovaný predovšetkým z upravených výsledkov hospodárenia, teda z rozdielu výnosov a nákladov. [3]

Metóda kapitalizácie zisku je založená predovšetkým na minulej výkonnosti podniku, teda na historickej úrovni zisku. Základnou myšlienkou je, že hodnotu podniku môžeme odvodiť od hodnoty tzv. trvale udržateľnej úrovne zisku podniku.

$$\text{Hodnota podniku} = \frac{e_z}{r}$$

e_z *trvale dosiahnuteľný zisk odvodený od minulého, resp. budúceho vývoja*

r *miera kapitalizácie*

Základné predpoklady pre uplatnenie tohto modelu v praxi sú v:

- nekonečne dlhá doba trvania firmy,
- dôverná znalosť výsledkov firmy v minulosti,
- investície sú uvažované do výšky odpisov – tj. jedná sa o čistú reprodukciu. [2]

6.4.1 Analýza minulosti

Analýza čerpá predovšetkým z výkazu zisku a strát. Úlohou odhadcu je vytvoriť časovú radu na 3-5 rokov späť podľa predmetu činnosti podniku a získať trvale udržateľný zisk. Konkrétne to znamená, že účtovný zisk je podrobený rade korekcií. Ich podstata spočíva v :

- 1) Overenie, či podnik v minulosti venoval dostatočnú pozornosť vecným predpokladom podnikateľskej činnosti. Teda, či prevádzkal pravidelne údržbu, opravy a pod. stálych aktív. Dôležité je tiež venovať pozornosť odpisom. Odhadca by mal preveriť, aký spôsob odpisovania firma používa a aké dôsledky bude mať zvolený postup na budúce fungovanie firmy. Podstatnou zložkou je tiež vylúčenie mimoriadnych výnosov a všetkých ostatných výnosov, ktoré majú prechodný charakter.
- 2) Ďalej je nevyhnutné identifikovať akékoľvek vplyvy, ktoré vznikli v súvislosti s uplatňovaním účtovných metód, tj. predovšetkým opravné položky a rezervy. [2]

6.4.2 Postup pri aplikácii metódy kapitalizácie zisku

- 1) Analýza a úprava dosiahnutých výsledkov podniku
- 2) Prognóza budúcich čistých výnosov a prepočet finančnej potreby a korekcie čistých výnosov
- 3) Odhad kalkulovanej úrokovej miery
- 4) Vlastný prepočet výnosovej hodnoty metódou:
 - analytickou alebo
 - paušálnou. [3]

6.4.2.1 Analytická metóda

Analytická metóda je postup, pri ktorom je výnosová ocenenie postavené na prognóze budúcich výsledkov ocenenia upravených o vplyv financovania. Je obdobou DCF, no jej rozdiel je v tom, že očakávaný výnos z podniku kalkulujeme z upravených budúcich výsledkov hospodárenia. Ak predpokladáme trvalú existenciu podniku a máme k dispozícii radu budúcich odnímateľných čistých výnosov, môžeme uplatniť vzorec dvojfázovej metódy:

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

H_n hodnota podniku netto

$\check{C}V_t$ odhad odnímateľného čistého výnosy pre rok t prognózy

T dĺžka prvej fázy

$T\check{C}$ trvalá veľkosť odnímateľného čistého výnosy v druhej fáze

i_K kalkulovaná úroková miera

V prvej fáze je čistý výnos zistený z finančného plánu. V druhej fáze predpokladáme, že výnos porastie určitým tempom. [3]

Ak má podnik obmedzenú životnosť, potom hodnotu počítame:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V_t (1+i_K)^{-t} + \frac{L_T}{(1+i_K)^n}$$

L_T likvidačná hodnota podniku na konci roku T [1]

6.4.2.2 Metóda paušálna

Pri ocenení podnikov, u ktorých je ich budúcnosť ťažko predikovateľná sa v praxi využíva paušálna metóda. Paušálna metóda je použiteľná, ak nie je ohrozená dlhodobá existencia podniku a podnik bude v budúcnosti dosahovať aspoň také výnosy ako dosahoval v minulosti. Táto metóda je formou odhadu dolnej hranice výnosovej hodnoty, tj. hodnota, ktorá zmeria výnosový potenciál podniku k dátumu ocenenia. Podstatou metódy je vážený priemer minulých upravených výnosov a vylúčiť z časovej rady extrémne výchylky.

$$\text{Trvalo odnímateľný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t$$

q_t váhy, ktoré určujú význam čistého výnosy za určitý minulý rok pre odhad budúceho trvale odnímateľného čistého výnosy

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

K počet minulých rokov zahrnutých do výpočtu [3, 4]

Ďalej posúdime, či bude firma trvale schopná dosahovať aspoň rovnaký trvalý čistý výnos a určíme kalkulovanú úrokovú mieru. U paušálnej metódy je potrebné túto úrokovú mieru očistiť o infláciu, pretože metóda počíta so stálymi cenami. Výpočet je nasledujúci:

(+)	Aktuálna výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov k dátumu ocenenia
(-)	Predpokladaná inflácia
(+)	Riziková prirážka
	= Kalkulovaná úroková miera pre paušálnu metódu

Obr. 5: Kalkulovaná úroková miera pre paušálnu metódu [3]

Na záver vypočítame výnosovú hodnotu podniku pomocou vzorca pre večnú rentu:

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

$T\check{C}$ trvale odnímateľný čistý výnos

i_k kalkulovaná úroková miera

6.5 Metóda ekonomickej pridanej hodnoty EVA

Základným princípom ekonomickej pridanej hodnoty je, že meria ekonomický zisk. Ekonomický zisk firma dosahuje vtedy, ak sú uhradené nielen bežné náklady, ale aj náklady kapitálu. Inak povedané, ak podnik síce dosahuje kladný účtovný zisk, ale tento zisk nie je natoľko vysoký, aby kompenzoval všetky riziká vlastníkov, potom vlastníci dosahujú ekonomickú stratu. [1]

Ukazovateľ EVA (economic value added) je chápaný ako výnos z prevádzkovej činnosti podniku, ktorý je znížený o náklady vlastného i cudzieho kapitálu. Základná podoba pre výpočet:

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

$NOPAT$ zisk z operačnej činnosti podniku po zdanení (net operating profit after taxes)

$Capital$ NOA (net operating assets), tj. čisté operačné aktíva

$WACC$ priemerné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital)

NOA sú aktíva kryté vlastným i cudzím úročeným kapitálom. Východiskom pre výpočet NOA je rozvaha. Jej úpravy sa týkajú týchto okruhov:

1. z celkových aktív je potrebné vyčleniť neoperatívne aktíva,
2. aktíva je vhodné znížiť o neúročený cudzí kapitál,
3. vylúčenie mimoriadnych položiek,

4. účtovné aktíva je potrebné previesť na „skutočné, ekonomické“ aktíva. [3, 7]

Veličina čisté operačné aktíva pre metódu EVA v zásade odpovedá veličine prevádzkovo nutný investovaný kapitál pre metódu DCF. Jej hlavná odlišnosť spočíva v tom, že koncept EVA obsahuje silnejší požiadavku prevodu účtovných dát na ekonomické. [3]

NOPAT je tvorený zapojením čistých operatívnych aktív do činnosti podniku. Zásadou pre určenie NOPAT je dosiahnutie symetrie medzi NOA a NOPAT. Východiskom pre jeho určenie je výkaz zisku a strát. Ak pri určení NOPAT vychádzame z výsledku hospodárenia za bežnú činnosť, tak:

VH za bežnú činnosť

(+) nákladové úroky

(-) výnosy z neoperačného majetku (finančné výnosy)

(+) náklady z neoperačného majetku

(+) odpisy goodwillu

(+) pôvodné náklady s investičným charakterom

(-) odpisy nehmotného majetku vytvoreného aktiváciou týchto nákladov

(+) leasingová platba (pôvodný náklad na leasing)

(-) odpisy majetku pripadajúceho na leasing

(-) neobvyklé zisky

(+) neobvyklé straty

Eliminovať tvorbu a rozpustenie nákladových rezerv

Úprava daní na úroveň NOPAT

Obr. 6: Dopady úprav do NOPAT [3]

6.5.1 Vzťah ocenenia metódou EVA a metódou DCF

Pre použitie EVA je dôležité, aký je jej vzťah k tradičným výnosovým metódam, predovšetkým k metóde diskontovaných peňažných tokov (DCF). Platí, že obe metódy dávajú rovnaký výsledok, ak sú splnené nasledujúce podmienky:

- v oboch prípadoch sú použité rovnaké WACC,
- je použitý rovnaký zisk, tj. výpočet voľných peňažných tokov u metódy DCF nevychádza z účtovného prevádzkového zisku, ale z NOPAT,
- investovaný prevádzkovo nutný kapitál u metódy DCF je rovnaký ako NOA u metódy EVA.

Práve tu sa ukazuje jedna z predností EVA, že skutočne umožňuje pracovať s výsledkami výsledkov hospodárenia a pritom poskytuje zrovnateľný výsledok ako ocenenie pomocou peňažných tokov. [3]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI GASCENTRUM, S. R. O.

Spoločnosť Gascentrum, s. r. o. vznikla v roku 1996 zápisom do obchodného registra okresného súdu Prešov, vkladom spoločníkov, ktorý predstavoval zákonom predpísanú výšku 100 000 Sk. Po novelizácii bolo základné imanie zvýšené na 200 000 Sk rovnakým podielom všetkých spoločníkov. Na založení firmy sa podieľali štyria spoločníci, z ktorých dvaja sú konatelia a dvaja zamestnanci spoločnosti.

Firma vznikla s profitujúcou náplňou v oblasti plynárenstva, čo je projekcia, dodávky výrobkov, inštalácia a taktiež poskytuje záručný a pozáručný servis.

V priebehu rokov sa postupne vyvíjala a rozšírila o ďalšie činnosti. V súčasnej dobe prevádzkuje polovicu výrobných činností, poskytuje služby a tiež predaj výrobkov.

Predmetom činnosti firmy Gascentrum, s. r. o. je:

- 1) montáž, opravy a revízie NTL a STL plynovodov a prípojok
- 2) montáž a opravy spotrebičov
- 3) vodoinštalatérstvo
- 4) kúrenárske práce
- 5) pomocné stavebné práce
- 6) výroba a opravy ústredného kúrenia a vetrania
- 7) sprostredkovanie obchodu
- 8) nákup a predaj priemyselného tovaru, elektroniky a elektrotechniky, železiarskeho tovaru, inštaláčného materiálu a vykurovacích zariadení, strojov a zariadení, stavebného materiálu, montovaných stavieb, dreva a drevárenských výrobkov
- 9) poskytovanie služieb kolesovým rýpadlom
- 10) montáž, opravy a údržba plynových zariadení na rozvod plynov
- 11) sprostredkovanie služieb v rozsahu voľnej živnosti
- 12) staviteľ – vykonávanie jednoduchých stavieb a poddodávok
- 13) inžinierska činnosť v stavebníctve
- 14) vypracovanie územnoplánovacích podkladov a územnoplánovacej dokumentácie

15) projektovanie stavieb – pozemné stavby

16) vykonávanie inžinierskych, priemyselných, bytových a občianskych stavieb

V súčasnej dobe spoločnosť zamestnáva 29 pracovníkov.

8 ANALÝZA MAKRO A MIKRO PROSTREDIA PODNIKU

V nasledujúcej časti práce vymedzíme trh, na ktorom podniká firma Gascentrum, s. r. o., základné údaje o danom trhu a prevedieme analýzu atraktivity trhu a prognózu jeho vývoja.

Súčasnú pozíciu podniku ako aj jej budúci vývoj ovplyvňuje makro prostredie, mikro prostredie a prostredie vo vnútri podniku. Najprv sa budeme venovať analýze makro prostredia a uvedieme niektoré základné makroekonomické ukazovatele Slovenskej republiky.

8.1 Analýza makro prostredia – PEST analýza Gascentrum, s. r. o.

Politické a legislatívne faktory

Vstupom Slovenska do Európskej únie sa naša legislatíva prispôsobuje podmienkam a požiadavkám EU. Pre podnik v oblasti výroby to predstavuje nákup nových strojov a zariadení, ktoré vyhovujú normám EU, technológie vyžadujúcej vyššiu bezpečnosť, s čím súvisia aj investície na zaškolenie pracovníkov.

V súčasnosti je na Slovensku rovná daň 19 % . Rovnako ako v EU aj na Slovensku je daňami najviac zaťažovaná práca. Hlavným dôvodom v prípade SR je vysoké odvodové zaťaženie. Predpokladá sa, že postupom času by mohlo nastat' znižovanie daňovej povinnosti, čo by firmám umožnilo preinvestovať voľné finančné prostriedky, alebo ich inak využiť.
[11]

Technologické faktory

Tým, že je Slovensko členom EU sa firmám naskytuje možnosť získať peniaze aj zo štrukturálnych fondov EU, ktoré môže využiť ako na nákup novej technológie, tak aj na vzdelávanie svojich zamestnancov.

Hlavnou snahou podniku je používanie kvalitných vstupných materiálov a poskytovanie služieb na vysokej úrovni, čím by si zvýšil konkurencie schopnosť a tiež podiel na domácom trhu.

Ekonomické faktory

Vývoj HDP

Hlavnou vývojovou tendenciou slovenskej ekonomiky bolo v poslednom roku sústavné spomaľovanie dynamiky ekonomického rastu. Vyplýva to z medziročných prírastkov tvor-

by reálneho HDP, ktoré sa z kvartálu na kvartál znižovali. Kým v 1. štvrťroku stúpol reálny HDP o 9,3 % vo 4. štvrťroku to bolo podľa odhadu iba o 2,5 %. Toto spomalenie zapríčinil vývoj agregátneho dopytu, ktorého rast sa od začiatku minulého roka tiež výrazne spomaloval a medziročne poklesol o 2 %. [11]

Rozhodujúcim faktorom poklesu agregátneho dopytu bol pokles vonkajšieho dopytu, ktorý ide na vrub globálnej finančnej a hospodárskej krízy.

Vzhľadom na to, že úhrn cenovej úrovne (deflátor HDP) by mal v rovnakom období podľa odhadu medziročne rásť o 25 %, mala by sa tvorba HDP v nominálnom vyjadrení zvýšiť medziročne približne o 1,0 %. [11]

Nominálna a reálna mzda

Nominálna mzda v celom hospodárstve celoročne vzrástla o 8,1 % resp. o 1600 Sk. Priemerná nominálna mzda na makro úrovni tým vlni dosiahla 21 782 Sk. Reálna mzda celoročne stúpila o 3,4 %, avšak v 4. štvrťroku zaznamenala napriek zmierňujúcej sa inflácii mierny pokles o 0,2 %.

Disproporcía medzi rastom miezd a rastom produktivity práce na makro úrovni, ktorá vznikla v 2. polovici roku 2008, sa v roku 2009 zrejme prehĺbi. Rast nominálnej aj reálnej mzdy sa síce spomalí, ale spomalenie rastu produktivity práce v bežných i stálych cenách bude vplyvom globálnej finančnej a hospodárskej krízy s veľkou pravdepodobnosťou ešte výraznejší. Odhaduje sa, že v 1. polroku 2009 sa nominálna mzda na makro úrovni zvýši medziročne o 5,0 % a dosiahne cca 22 000 Sk. Pri predpokladanej úrovni priemernej inflácie 3,3 % to predstavuje nárast reálnej mzdy v celom hospodárstve o 1,6 %. [11]

Zamestnanosť a nezamestnanosť

Napriek začínajúcim dopadom globálnej krízy bola situácia na trhu práce v 4. štvrťroku 2008 naďalej priaznivá aj pokiaľ ide o vývoj nezamestnanosti. V tomto období sa počet nezamestnaných znížil na 234 000 (v priemere) a miera nezamestnanosti dosahovala 8,7 %, čo sú historické minimá. Celoročná miera nezamestnanosti bola 9,6 % a v súčasnosti je 9,7 %.

V súvislosti s prehlbujúcou sa krízou sa ráta s nárastom počtu nezamestnaných a rastom miery nezamestnanosti na 10,5 %. [11]

Spotrebiteľské ceny

V dôsledku prehľujúcej sa globálnej hospodárskej krízy by sa mal tlak na rast cien v najbližšom období zmierňovať a mal by pokračovať medziročný pokles inflácie. Navyše dodatočný tlmiaci účinok na rast cien je možné očakávať so zlacnením dovozu zo susedných krajín V4, ktorých meny sa aktuálne výrazne oslabujú. Vzhľadom na uvedené faktory sa očakáva, že medziročná inflácia bude v priebehu roka 2009 3,3 %.

Doterajšie výraznejšie zníženie kľúčových sadziieb ECB sa premietlo nielen do trhových sadziieb, ale aj do klientskych sadziieb s výnimkou úverov sektora domácností. Úrokové sadzby z krátkodobých úverov síce poklesli, avšak úročenie dlhodobých úverov naopak výraznejšie vzrástlo, čo dokumentuje väčšiu averziu k požíciavaniu dlhodobých zdrojov, ako aj sprísňovanie úrokových podmienok. [11]

Skutočnosť, že SR je členom EU a na svojom území používa jednotnú európsku menu, by mohla spôsobiť vstup zahraničných konkurentov na slovenský trh, čo však firmu ešte doposiaľ veľmi neohrozilo. Na druhej strane by mohla predstavovať tiež prílev potenciálnych zahraničných zákazníkov, čo by firma mala v budúcnosti využiť.

Tab. 2: Prognóza vývoja vybraných ukazovateľov na 1. polrok 2009 [10]

Ukazovateľ	2008		Prognóza vývoja na 1. polrok 2009	
	absolútne	indexy 2008 2007	INFOSTAT	
			absolútne	indexy 1. polr. 2009 1. polr. 2008
Hrubý domáci produkt (mld. Sk) ¹⁾	2 028,4	106,4	985,2	98,7
Výberové zisťovanie pracovných síl				
Zamestnanosť (tis. osôb)	2 433,8	103,2	2 390,0	99,7
Miera nezamestnanosti (%) ²⁾	9,6	x	10,5	x
Počet nezamestnaných (tis. osôb)	257,5	88,2	281,1	102,0
Priemerný počet zamestnancov v hospodárstve (tis. osôb)	2 280,0	102,6	2 262,0	99,7
Priemerná nominálna mesačná mzda zamestnanca hospodárstva (Sk)	21 782	108,1	22 001	105,0
Index reálnej mesačnej mzdy zamestnanca hospodárstva	x	103,3	x	102,8
Miera inflácie (%)				
posledný mesiac obdobia	x	4,4 ³⁾	x	3,0 ⁴⁾
v priemere za obdobie	x	4,6 ⁵⁾	x	3,3 ⁶⁾

Sociálne a demografické faktory

Sociálne a demografické faktory odrážajú vplyvy spojené s postojmi a životom obyvateľstva a jeho štruktúrou.

Firma sa radí medzi mikro podniky a sú pre ňu veľmi dôležité bezproblémové sociálne vzťahy na pracovisku, čo je taktiež podmienkou zdravého fungovania firmy.

V poslednom období klesá záujem o štúdium učňovských odboroch a zvyšuje sa dopyt po štúdiu na stredných a vysokých školách. Kvalifikovaní pracovníci odchádzajú do zahraničia za vidinou vyššie zárobku a kvalitných remeselníkov je málo. To spôsobuje firmám zvýšenie nákladov na získanie, ale aj udržanie týchto pracovníkov. Preto by sa mali spoločnosti zamyslieť nad stratégiou mzdového odmeňovania a tiež väčšmi motivovať pracovníkov pomocou hmotných stimulov ako sú napríklad firemné auto, mobilný telefón a iné.

8.1.1 Analýza atraktivity relatívneho trhu

Pomocou tejto analýzy môžeme zistiť šance a možné riziká daného trhu a následne vytvoriť podklad pre určenie rizikovej prirážky pre kalkuláciu diskontnej miery pre oceňovanie podniku.

- **Forma trhu z hľadiska konkurencie:** Firma Gascentrum, s. r. o. má na domácom trhu vytvorenú stálu pozíciu aj napriek značnej konkurencii. Najvýznamnejším konkurentom je firma INŠTALA, s. r. o., ktorej sídlo sa nachádza taktiež v Lubovnianskom okrese. Ide o mladšiu firmu, ktorá poskytuje výrobky a služby podobného charakteru a tiež pôsobí prevažne na domácom trhu. Spoločnosť si je vedomá existujúcich konkurentov, preto sa snaží rešpektovať želania klientov, poskytovať cenovo dostupné a kvalitné služby a výrobky, mať kvalitný personál a efektívne poskytovať pozáručný servis.
- **Rast trhu:** Prvé náznaky vplyvu krízy na priemysel začali vyjadrovať až mesačné indikátory za október – priemyselná produkcia zostala na úrovni minulého roka, tržby v priemysle dokonca poklesli o 1,5 %. V sektore stavebníctva však naďalej pokračoval rast tržieb.
- **Veľkosť trhu:** Trh môžeme definovať ako celorepublikový.
- **Intenzita priamej konkurencie:** Intenzita priamej konkurencie je silná, keďže priamo v sídle firmy sa nachádza firma Inštala, s. r. o. s podobnou podnikateľskou činnosťou.

- **Citlivosť trhu na konjuktúru:** Stavebné odvetvie v rámci makroekonomického rozvoja súvisí hlavne s výstavbou diaľnic, distribučnej siete, bytovej výstavby, priemyselných stavieb, logistických centier. Závisí to od prílevu investorov na Slovensko. Ďalším významným prvkom sú štátne investície, hlavne v oblasti pôdohospodárskej výstavby, ochrany životného prostredia. V neposlednej miere je potrebné spomenúť výstavbu a rekonštrukciu zdravotníckych, školských a správnych zariadení.

8.2 Mikro analýza podniku

1) Odvetvie

Postavenie odvetvia stavebníctva v hospodárstve ako celku možno najvýstižnejšie hodnotiť dvoma ukazovateľmi:

- podielom odvetvia stavebníctva na tvorbe HDP
- podielom odvetvia stavebníctva na celkovej zamestnanosti v národnom hospodárstve.

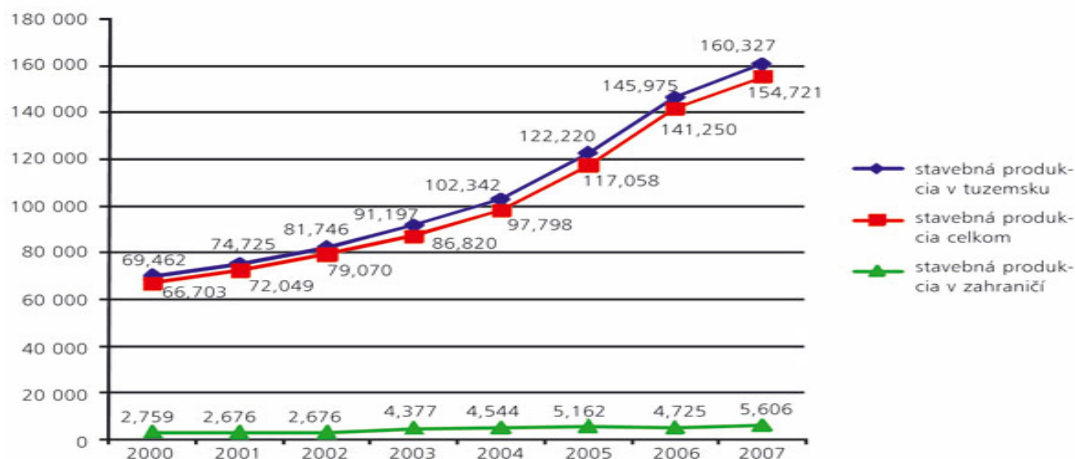
Podiel stavebníctva sa na tvorbe HDP od roku 2003 postupne zvyšoval z úrovne 5,4 % na úroveň 8,3 % , ktorú dosiahol v minulom roku.

Na zamestnanosti v hospodárstve ako celku sa stavebníctvo v rokoch 2001 – 2007 podieľalo od 6,4 % do 7,4 %. [10]

Tab. 3: Vývoj podielu stavebníctva na tvorbe HDP a celkovej zamestnanosti v hospodárstve SR v rokoch 2001 – 2007 v % [10]

Rok	Podiel stavebníctva v %		
	na tvorbe HDP		na zamestnanosti
	b. c.	s. c. 2000	
2001	5,8	5,6	6,6
2002	6,5	6,3	6,4
2003	5,4	5,2	6,4
2004	5,5	5,1	6,6
2005	6,0	5,8	6,9
2006	6,2	6,2	7,3
2007	6,0	5,8	7,4

Od roku 2000 objem produkcie v stavebníctve medziročne pravidelne rastie, pričom historický dvojmiestny rast bol zaznamenaný v rokoch 2005 a 2006 a odvetvie stále napreduje.



Obr. 7: Vývoj stavebnej produkcie v SR v rokoch 2000 – 2007 [10]

Podnikateľské subjekty pôsobiace v odvetví stavebnej výroby v roku 2007 realizovali podľa ŠÚ SR objem stavebných prác v hodnote 160,3 mld. Sk v bežných cenách, čo je nárast oproti roku 2006 o 7,7 %. V roku 2008 tento objem dosiahol 189,9 mld. Sk.

Tab. 4: Vývoj základných ukazovateľov v odvetví stavebníctva SR ako celku v rokoch 2001 – 2007 [10]

Ukazovateľ	M. j.	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stavebná produkcia⁹⁾ spolu (b. c.)	mld. SK	78,6	85,0	92,2	102,9	124,7	148,9	160,3
- index (predchádzajúce obdobie = 100)	%	110,2	108,1	108,5	111,5	121,2	119,4	107,7
Stavebná produkcia⁹⁾ spolu (s. c. 2000)	mld. SK	73,7	75,5	78,2	82,2	95,6	109,8	113,6
- index (predchádzajúce obdobie = 100)	%	103,4	102,4	103,6	105,1	116,3	114,9	103,5
Ø evidenčný počet zamestnancov	fyz. os.	125 097	127 824	131 154	133 600	142 751	155 647	165 192
- index (predchádzajúce obdobie = 100)	%	98,6	102,2	102,6	101,9	106,8	109,0	106,1
Produktivita práce zamestnanca (bežné ceny)	tis. SK	622,7	659,2	697,7	764,1	867,3	950,3	964,0
- index (predchádzajúce obdobie = 100)	%	111,9	105,9	105,8	109,5	113,5	109,6	101,4
Priemerná nominálna mesačná mzda zamestnanca	SK	11 077	11 570	12 127	13 106	13 903	14 686	15 561
- index (predchádzajúce obdobie = 100)	%	103,1	104,5	104,8	108,1	106,1	105,6	106,0

Medziročný prírastok tržieb v stavebníctve sa udržal aj v decembri. Objemom 27,9 mld. Sk (0,9 mld. EUR) boli vyššie v stálych cenách o 9,6 %. Za rok 2008 boli tržby o 16,2 % nad úrovňou roka 2007.

Ako mnohé iné odvetvia tak aj stavebníctvo zasiahla globálna hospodárska a finančná kríza. Ing. Ján Majeský, PhD. (prezident zväzu stavebných podnikateľov Slovenska) hovorí: „Nebojte sa krízy, lebo kríza je produktívny stav, len jej treba vziať príchut' katastrofy“.

Príležitosti v odvetví stavebníctva v súčasnosti:

- mnohé aktíva sú relatívne lacné
- príležitosti a nutnosť reštrukturalizácie podnikov
- reštrukturalizácia ľudských zdrojov a zmena nárokov na požiadavky pracovníkov, čo zvýši konkurenciu na pracovné pozície
- príležitosti potvrdiť schopnosti manažmentu a strategického riadenia
- nárok na vyššiu výkonnosť – produktivitu a znižovanie pridanej hodnoty – marže
- nové príležitosti trhu a orientácie podnikov
- šanca pre pozitívny prejav štátnych investícií

Hrozby v odvetví stavebníctva v súčasnosti:

- obtiažne je identifikovať úlohu možných príčin krízy
- EU a SR majú výrazne exportnú ekonomiku, ktorá je výrazne citlivejšia na krízu – vývoj stavebníctva v SR bol ovplyvnený zahraničnými investíciami
- očakávaná kolapsov a krachu firiem – problém udržateľnosti v čase krízy
- bude vynikať prirodzená nedôvera voči partnerom generovaná dôsledkami krízy
- nutnosť – viac kapitálu, vyššia likvidita a prísna regulácia, sprísnenie úverovej politiky a vyššie prirážky [15]

Pre odhad veľkosti budúceho trhu bola použitá regresná analýza. Predpokladám, že minulé súvislosť medzi vývojom hospodárstva celej republiky a regiónu bude zachovaná i do budúcnosti.

Na základe dostupných dát, získaných zo ŠÚ SR a z prognóz Ministerstva financií SR aktualizovaných vo februári 2009 som pomocou tabuľkového programu Excel zostavila nasledujúcu rovnicu.

$$O = - 124278 + 0,014035 * HDP + 1185,636 * \text{inflácia}$$

Veľkosť tržieb za trh som označila O.

Tab. 5: Vývoj tržieb relatívneho trhu v rokoch 2005 – 2012

[vlastné spracovanie]

	Skutočnosť			Teoretické hodnoty			
	Rok	Relatívny trh Prešovský kraj	Tempo rastu	HDP, inflácia	Tempo rastu	Miera inflácie	HDP
Skutočnosť	2005	18206,2		18333,0167		102,7	1485301
	2006	22037,2	21,0%	21930,7313	19,6%	104,5	1589581
	2007	23724,4	7,7%	23595,2113	7,6%	102,8	1851787
	2008	28101,9	18,5%	28208,3301	19,6%	104,6	2028415
	2009			27540,1031	-2,4%	102,7	2141310
Prognóza	2010			31197,7815	13,3%	104	2292101
	2011			34572,8137	10,8%	104,5	2490335
	2012			37624,0829	8,8%	104,4	2716187
		Priem. rast 2005 – 2008	15,70 %	Priem. rast 2008 – 2012	7,60 %		

Pomocou spomínanej regresnej analýzy projektujem na základe faktorov HDP a inflácie pre obdobie 2009 až 2012 priemerné tempo rastu relatívneho trhu v bežných cenách na 7,6 %.

2) Zákazník

Skupinu potenciálnych zákazníkov spoločnosti tvoria zväčša malí a strední odberatelia a podnikateľské objekty v okolí. K významnejším zákazníkom patria Goldbeck Bratislava a Eurovia Poprad, taktiež s pôsobnosťou v okolí Bratislavy a Košického kraja. Spoločnosť sa snaží spolupracovať so solventnými odberateľmi, čo jej zabezpečuje vyššiu likviditu a vyrovnanie svojich záväzkov v lehote splatnosti.

Spoločnosť Gascentrum, s. r. o. sa snaží produkovať finančne dostupné a zároveň kvalitné služby a výrobky a poskytovať flexibilný servis.

3) Dodávatelia

Firma spolupracuje predovšetkým s tuzemskými dodávateľmi, ktorých si starostlivo vyberá na základe kvality a ceny nimi poskytovaných výrobkov a služieb. Keďže je v SR platnou

menou EURO, prípadnou spoluprácou so zahraničnými dodávateľmi firme odpadá riziko kurzových strát. Medzi najvýznamnejších dodávateľov materiálu, výrobkov a polotovarov firmy patria MIRAD PREŠOV, TMS SKALICA, TATRAARMATÚRKA BRATISLAVA, SUMOB NITRA, EKOPRIM PREŠOV, PROTHERM SKALICA, VAILLANT BRATISLAVA, BUDERUS BRATISLAVA.

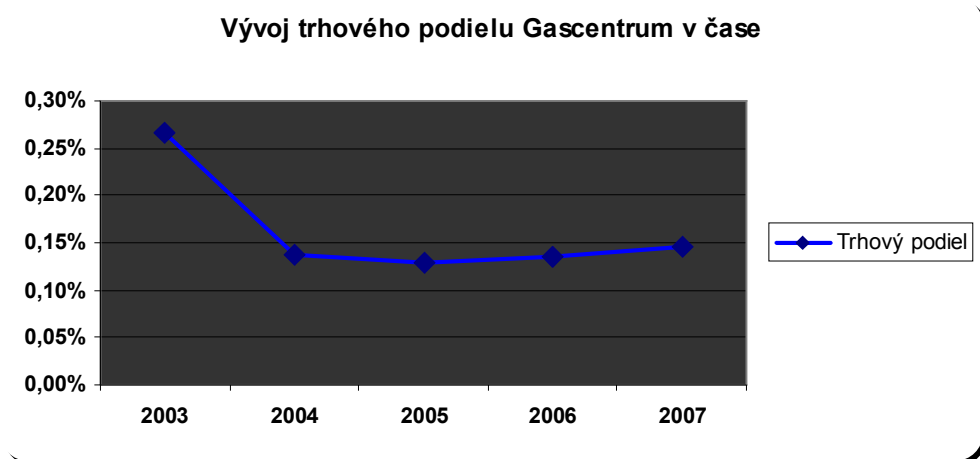
4) Konkurencia

Podnik má na domácom trhu vytvorenú stálu pozíciu aj napriek značnej konkurencii. Najvýznamnejším konkurentom je firma INŠTALA, s. r. o., ktorej sídlo sa nachádza taktiež v Lubovnianskom okrese. Ide o mladšiu firmu, ktorá poskytuje výrobky a služby podobného charakteru a tiež pôsobí prevažne na domácom trhu. Spoločnosť si je vedomá existujúcich konkurentov, preto sa snaží rešpektovať želania klientov, poskytovať cenovo dostupné a kvalitné služby a výrobky, mať kvalitný personál a efektívne poskytovať pozáručný servis.

Tab. 6: Profil konkurenčnej sily Gascentrum, s. r. o. [vlastné spracovanie]

		Bodové hodnotenie kritéria konkurenčnej sily								Váha
		Negatívny		Priemer			Požítivny			x
Kritérium	Váha	0	1	2	3	4	5	6	Body	
Priame faktory	Kvalita výrobku						x		25	
	Technická úroveň výrobku						x		20	
	Cenová úroveň					x			16	
	Úroveň a intenzita reklamy			x					4	
	Šírka sortimentu služieb					x			4	
	Vzťahy so zákazníkmi						x		10	
	Image firmy					x			3	
Nepriame faktory	Servis					x			8	
	Kvalita managementu				x				12	
	Výkonný personál						x		10	
	Výskum a vývoj		x						1	
	Majetok a investície			x					4	
	Finančná situácia						x		12	
		33							129	
Max body	37*6	198								
Hodnotenie	147/222	65%								

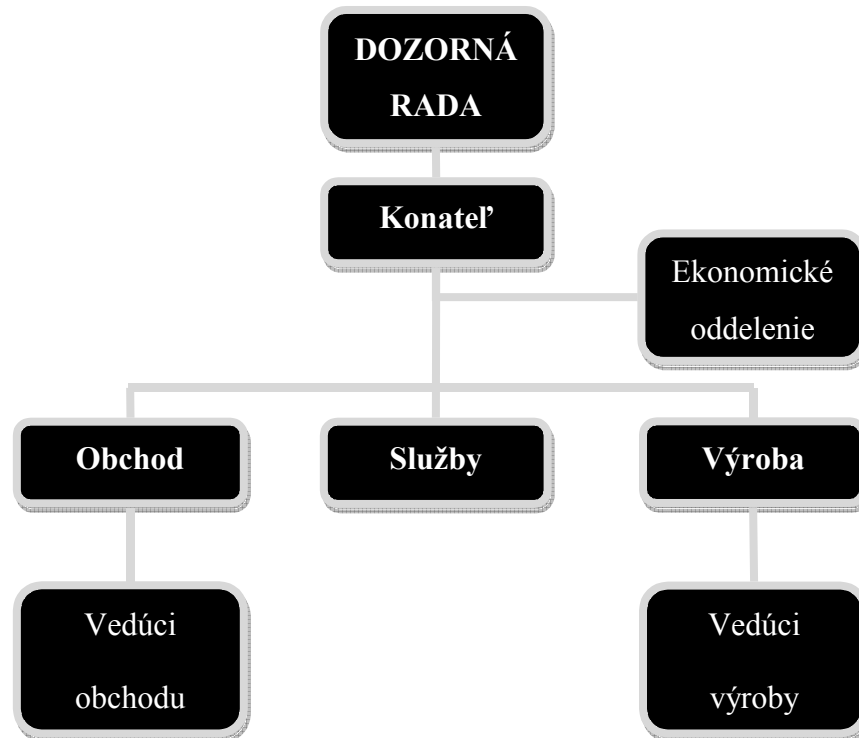
Z tabuľky vyplýva, že konkurenčná sila podniku je nad priemerom konkurentov, čomu odpovedá aj relatívne stály podiel na trhu v posledných piatich sledovaných rokoch.



Graf 1: Vývoj trhového podielu Gascentrum, s. r. o.

5) Zamestnanci

Od roku 2006 firma postupne zvyšovala počet zamestnancov v dôsledku zvýšenia výrobnéj činnosti spoločnosti. V súčasnosti zamestnáva 29 pracovníkov. Spoločnosť kladie dôraz na odbornú spôsobilosť svojich pracovníkov aj potenciálnych pracovníkov k čomu tiež využíva rôzne rekvalifikačné programy.



Obr. 8 : Organizačná štruktúra Gascentrum, s. r. o. [14]

8.3 SWOT analýza spoločnosti Gascentrum, s. r. o.

Strengths - Silné stránky:

- viac ako 12 ročná tradícia firmy v regióne i mimo regiónu
- stabilné zabezpečenie riadiacimi a výkonnými pracovníkmi
- zárobok pracovníkov nad priemerom zárobkov v regióne
- kvalita vyrábaných výrobkov a poskytovaných služieb

Weaknesses - Slabé stránky:

- spätná väzba voči zákazníkovi
- slabá úroveň v evidencii skladového hospodárstva
- slabá reklamná činnosť

Opportunities - Príležitosti:

- získanie nových zákazníkov v rámci EU
- rozšírenie podnikateľskej činnosti

- zlepšenie poskytovaných služieb
- možnosť využiť dotácie z EU

Treast - Hrozby:

- značný počet konkurentov v regióne (Pienstav, Gasmont, Inštalanova)
- strata potenciálnych odberateľov
- zvýšenie cien vstupných materiálov a komponentov
- prejavy globálnej finančnej a hospodárskej krízy
- nižšie ceny tovarov v susedných štátoch

9 FINANČNÁ ANALÝZA GASCENTRUM, S. R. O.

Finančná analýza je nedeliteľnou súčasťou finančného riadenia a plánovania, pretože pôsobí ako spätná informácia, ako zdroj rozhodovania a posudzovania. V najširšom slova zmyslu zahrnuje celú škálu metód prispievajúcich k riešeniu najrôznejších rozhodovacích úloh. V rámci oceňovania podniku by mala plniť dve základné funkcie a to:

- a) preveriť finančné zdravie podniku
- b) vytvoriť základ pre finančný plán, z ktorého je potom vyvodzovaná výnosová metóda.

9.1 Analýza absolutných ukazovateľov

Absolútne ukazovatele môžeme využiť k analýze vývojových trendov (horizontálnej analýze) a k percentuálnemu rozboru komponentov (vertikálnej analýze).

Horizontálna analýza sa zaoberá porovnávaním zmien položiek jednotlivých výkazov v časovej postupnosti. Vertikálna spočíva vo vyjadrení jednotlivých položiek účtovných výkazov ako percentuálny podiel k jedinej zvolenej základni položenéj ako 100%. Pre rozbor súvahy je ako základňa zvolená výška celkových aktív a výška celkových pasív a pre rozbor výkazu ziskov a strát veľkosť celkových výnosov a nákladov.

Tab. 7: Percentuálny rozbor majetkovej a finančnej štruktúry

[vlastné spracovanie]

(v tis. Sk)	2003		2004		2005		2006		2007	
Aktíva celkom	15 683	100%	9 872	100%	14 074	100%	12 239	100%	16 416	100%
Dlhodobý majetok	1 794	11%	1 379	14%	1 138	8%	3 756	31%	5 611	34%
DNM	60	0%	20	0%	0	0%	0	0%	0	0%
DHM	1 734	11%	1 359	14%	1 138	8%	3 756	31%	5 611	34%
Obežné aktíva	13 846	88%	8 444	86%	12 878	92%	8 421	69%	10 703	65%
Zásoby	1 044	7%	2 211	22%	1 474	10%	1 686	14%	1 536	9%
Pohľadávky	6 543	42%	2 891	29%	7 197	51%	6 553	54%	8 690	53%
Finančný majetok	6 259	40%	3 342	34%	4 207	30%	182	1%	477	3%
Časové rozlíšenie	43	0%	49	0%	58	0%	62	1%	138	1%
Pasíva celkom	15 683	100%	9 872	100%	14 074	100%	12 239	100%	16 416	100%
Vlastné imanie	1 732	11%	1 626	16%	2 333	17%	3 664	30%	6 871	41%
Základný kapitál	200	1%	200	2%	200	1%	200	2%	200	1%
Rezervné fondy	14	0%	44	0%	44	0%	44	0%	44	0%

Kapitálové fondy	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
HV min. rokov	225	1%	1 489	15%	1 381	10%	2 089	17%	5 936	36%
HV b. o.	1293	8%	-107	-1%	708	5%	1 029	8%	637	4%
Cudzie zdroje	13942	89%	8241	83%	11 738	83%	8 853	72%	9 528	58%
Rezervy	801	5%	753	8%	0	0%	0	0%	0	0%
Dlhodobé záväzky	26	0%	41	0%	72	1%	53	0%	1 190	7%
Krátkodobé záväzky	13115	84%	7447	75%	11 666	83%	8 800	72%	8 338	51%
Časové rozlíšenie	9	0%	5	0%	3	0%	24	0%	71	0%

Tab. 8: Vývojové položky majetkovej a finančnej štruktúry [vlastné spracovanie]

(v tis. Sk)	2003	2004	2004/05	2005	2005/04	2006	2006/05	2007	2007/06
Aktíva celkom	15 683	9 872	-37%	14074	43%	12239	-13%	16 416	34%
Dlhodobý majetok	1 794	1 379	-23%	1138	-17%	3756	230%	5 611	49%
DNM	60	20	-67%	0	-100%	0	x	0	x
DHM	1 734	1 359	-22%	1138	-16%	3756	230%	5 611	49%
Obežné aktíva	13 846	8 444	-39%	12878	53%	8421	-35%	10 703	27%
Zásoby	1 044	2 211	112%	1474	-33%	1686	61%	1 536	-9%
Pohľadávky	6 543	2 891	-56%	7197	149%	6553	-9%	8 690	33%
Finančný majetok	6 259	3 342	-47%	4207	26%	182	-96%	477	162%
Časové rozlíšenie	43	49	14%	58	18%	62	7%	138	65%
Pasíva celkom	15 683	9 872	-37%	14074	43%	12239	-13%	16 416	34%
Vlastné imanie	1 732	1 626	-6%	2333	43%	3664	57%	6 871	88%
Základný kapitál	200	200	0%	200	0%	200	0%	200	0%
Rezervné fondy	14	44	214%	44	0%	44	0%	44	0%
Kapitálové fondy	0	0	x	0	x	0	x	0	x
HV min. rokov	225	1 489	562%	1381	-7%	2089	51%	5 936	184%
HV b. o.	1293	-107	-108%	708	-762%	1029	45%	637	-38%
Cudzie zdroje	13942	8241	-41%	11738	42%	8853	-25%	9 528	8%
Rezervy	801	753	-6%	0	-100%	0	x	0	x
Dlhodobé záväzky	26	41	58%	72	76%	53	-26%	1 190	2145%
Krátkodobé záväzky	13115	7447	-43%	11666	57%	8800	-25%	8 338	-5%
Časové rozlíšenie	9	5	-44%	3	-40%	24	700%	71	196%

Z hľadiska majetkovej štruktúry firmy Gascentrum, s. r. o. je zřejmé, že najväčší podiel na celkovom majetku má obežný majetok, ktorý každé dva roky, v sledovaných obdobiach, klesá a znova rastie a to predovšetkým poklesom a nárastom pohľadávok. V roku 2006 je badateľný pokles ako finančného majetku tak aj krátkodobých záväzkov a to z dôvodu splácania týchto záväzkov voči konateľom a dodávateľom. V poslednom analyzovanom roku firma vykazuje dlhodobé záväzky vyššie o 1 373 tis. Sk, ktoré jej vznikli v dôsledku prijatia záloh od odberateľov plánovaných zakázok. Čo sa týka dlhodobého majetku v posledných dvoch rokoch významne vzrástol a to vplyvom nákupu DHM - strojov po-

trebných k výkonu plynárenských a stavebných prác od firmy Herman, s. r. o., Phoenix Zeppelin, s. r. o. v cene cca 4 450 tis. Sk

Najdôležitejšou skutočnosťou vo vývoji finančnej štruktúry firmy je, že položka vlastného kapitálu absolútne rastie, čo pri stále rovnakej výške základného kapitálu znamená, že firma je trvale zisková. Výnimkou tohto tvrdenia je iba rok 2004, v ktorom firma vykazuje stratu 107 tis. Sk.

Tab. 9: Percentuálny rozbor výnosov a nákladov [vlastné spracovanie]

(v tis. Sk)	2003		2004		2005		2006		2007	
Tržby za predaj tov.	1 965	5%	1 412	6%	2 635	12%	4 751	18%	2 648	7%
Výkony	33 911	94%	20 260	91%	19 786	88%	24 888	93%	32 106	90%
Tržby za vl. výr. a sl.	34 376	96%	19 072	86%	20 942	93%	24 888	93%	32 106	90%
Zmena stavu+aktivácie	-465	-1%	1 188	5%	-1 156	-5%	0	0%	0	0%
Ostatné výnosy	23	0%	528	2%	103	0%	100	0%	958	3%
Výnosy	35 889	100%	22 202	100%	22 524	100%	26 739	100%	35 784	100%
Náklady na tovar	1 780	5%	10 761	48%	13 020	60%	15 788	55%	20 117	58%
Výkonová spotreba	26 281	77%	6 191	28%	5 614	26%	7 395	26%	6 649	19%
Nákladové úroky	0	0%	50	0%	73	0%	151	1%	105	0%
Odpisy	477	1%	567	3%	427	2%	883	3%	1 503	4%
Osobné náklady	4 680	14%	3 856	17%	2 981	14%	3 808	13%	6 238	18%
Ostatné náklady	1 338	4%	884	4%	1 084	5%	1 864	7%	2 625	8%
Náklady	34 187	100%	22 309	100%	21 650	100%	28 461	100%	34 933	100%

Tab. 10: Vývojové položky výnosov a nákladov [vlastné spracovanie]

(v tis. Sk)	2003	2004	2004/03	2005	2005/04	2006	2006/05	2007	2007/06
Tržby za predaj tov.	1 965	1 412	-28%	2 635	87%	4 751	80%	2 648	-44%
Výkony	33 911	20 260	-40%	19 786	-2%	24 888	26%	32 106	29%
Tržby za vl. výr. a sl.	34 376	19 072	-45%	20 942	10%	24 888	19%	32 106	29%
Zmena stavu+	-465	1 188	-355%	-1 156	-197%	0	-100%	0	x
Ostatné výnosy	23	528	2196%	103	-80%	100	-3%	958	858%
Výnosy	35 889	22 202	-38%	22 524	1%	26 739	19%	35784	34%
Náklady na tovar	1 780	10 761	505%	13 020	21%	15 788	21%	20 117	27%
Výkonová spotreba	26 281	6 191	-76%	5 614	-9%	7 395	32%	6 649	-10%
Nákladové úroky	0	50	X	73	46%	151	107%	105	-30%
Odpisy	477	567	19%	427	-25%	883	107%	1 503	70%
Osobné náklady	4 680	3 856	-18%	2 981	-23%	3 808	28%	6 238	64%
Ostatné náklady	388	884	128%	1 084	23%	1 864	72%	2625	41%
Náklady	34 187	22 309	-35%	21 650	-3%	28 461	31%	34 933	23%

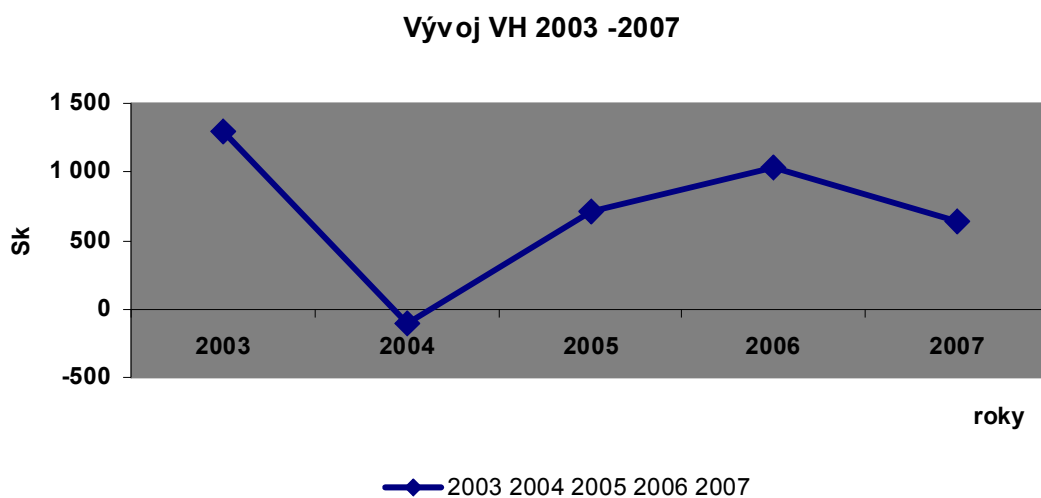
Ako je možné vidieť v tabuľkách (Tab. 9, Tab. 10) tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb sú hlavným zdrojom príjmov firmy a postupom rokov sa zvyšujú. Firma poskytuje odberateľom komplexnú službu počnúc projektovou dokumentáciou, cez realizáciu až po odovzdanie do používania, vrátane revízných správ. V sledovanom období dosahovali najvyššiu hodnotu v roku 2003, v ktorom mala významnú zákazku, ako tomu bolo aj v roku 2007. V ďalších rokoch sa výška týchto príjmov stabilizovala, čo značí dobré ekonomické správanie sa firmy. Menej významnou položkou sú tržby za predaj tovaru, ktoré tvorí firemná predajňa náhradných dielov a vykurovacích telies pre maloodberateľov.

Významnou položkou nákladov sú náklady na predaný tovar. Pretože predaj tovaru je fakturovaný spolu s inštaláciou zariadenia, nie samostatne, dosahuje táto položka vzhľadom k tržbám za predaj tovaru vysoké hodnoty. Ďalšou dôležitou položkou je výkonová spotreba, ktorá sa skladá zo spotreby materiálu a energie a nakupovaných externých služieb. Jej hodnota je badateľne vysoká v roku 2003, v ktorom mala firma spomínanú významnejšiu zákazku. V ostatných sledovaných rokoch sa pohybuje okolo 24 % - 28 % z celkových nákladov. Keďže firma investuje do nákupu strojov a zariadení je odpisová položka pomerne vysoká. Je tomu tak najmä v roku 2007, v ktorom došlo k nárastu DHM, kedy sa zvýšila takmer o 620 tis. Sk.

9.1.1 Vývoj výsledku hospodárenia

Tab. 11: Vývoj výsledku hospodárenia 2003 – 2007 [vlastné spracovanie]

	2003	2004	2005	2006	2007
Hospod. VH	2590	560	958	1452	1060
Finančný VH	-878	-667	-84	-174	-75
Mimoriadny VH	0	0	0	0	-156
HV za účtovné obdobie	1293	-107	708	1029	674
HV pred zdanením	1712	-107	874	1278	852
Hv pred zdanením a úrokmi	1712	-57	947	1429	957



Graf 2: Vývoj výsledku hospodárenie v rokoch 2003 – 2007

Na grafe (Graf 2) môžeme názorne vidieť vývoj hospodárskeho výsledku v sledovanom období, ktorý je celkom pozitívny, vzhľadom na to, že má rastúci charakter až na rok 2004, v ktorom firma vykazuje dosť výraznú stratu oproti roku 2003. Dôvodom tejto straty bol výrazný pokles zákaziek a teda aj tržieb. V roku 2007 bol výsledok hospodárenia takmer o cca 400 tis. Sk nižší a to následkom toho, že firma v tomto roku viac krát menila svoje sídlo a tým strácala aj niektorých potenciálnych zákazníkov a tiež vznikom mimoriadnych nákladov, ktoré sa prejavili rozpustením odmien medzi pracovníkov za príslušný rok.

9.1.2 Analýza rozdielových ukazovateľov

Rozdielové ukazovatele slúžia k analýze a riadeniu finančnej situácie podniku s orientáciou na jeho likviditu. Najvýznamnejším rozdielovým ukazovateľom je čistý pracovný kapitál (ČPK = obežné aktíva – krátkodobé záväzky), ktorý nám udáva v akom množstve podnik financuje svoje krátkodobé aktíva dlhodobými zdrojmi. Čím viac aktív je financovaných krátkodobými zdrojmi, tým väčšie riziko podnik podstupuje. Podľa pomeru čistého pracovného kapitálu môžeme určiť akú stratégiu financovania podnik uskutočňuje – agresívnu, konzervatívnu, neutrálnu.

Tab. 12: Vývoj ČPK za roky 2003 - 2007[vlastné spracovanie]

	2003	2004	2005	2006	2007
Podiel ČPK na OA	5,3%	11,8%	9,4%	-4,5%	0,24
Podiel ČPK na A	4,7%	10,1%	8,6%	-3,1%	0,16
Čistý pracovný kapitál	731	997	1 212	-379	2 565

Čistý pracovný kapitál je až na rok 2006 kladný, čo je pozitívny jav. Podnik financuje len malú časť (5 % - 12 %) obežných aktív dlhodobými zdrojmi, čiže presadzuje konzervatívnu metódu financovania. Tento spôsob financovania prináša podniku síce nižšie náklady, no je sprevádzaný vyšším rizikom insolventnosti.

9.1.3 Analýza pomerových ukazovateľov

Základným nástrojom finančnej analýzy sú pomerové ukazovatele, ktoré delíme podľa jednotlivých oblastí tejto analýzy na ukazovatele:

- zadlženosti
- likvidity
- rentability
- a aktivity.

9.1.3.1 Analýza zadlženosti, majetkovej a finančnej štruktúry

Tab. 13: Ukazovatele zadlženosti, finančnej a kapitálovej štruktúry
[vlastné spracovanie]

	2003	2004	2005	2006	2007
Celková zadlženosť	89%	83%	83%	72%	58%
Miera zadlženosti	8,05	5,07	5,03	2,42	1,39
Dlh. CZ/CZ	0%	0%	1%	1%	12%
Dlh.CZ/Dlh. kapitál	1%	2%	3%	1%	15%
VK/ Dlh. majetok	0,97	1,18	2,05	0,98	1,22
Dlh. zdroje/Dlh. majetok	0,98	1,21	2,11	0,99	1,44
Ukazovateľ úrok. krytia	x	-1,14	12,97	9,46	8,90

Ako je z prevedených výpočtov zrejmé (Tab. 13), firma vykazuje vysokú zadlženosť, ktorá sa však v roku 2007 znížila o 14 %. Doporučené hodnoty, ktoré sú v rozmedzí 30 % - 60 % sú v prípade firmy splnené iba v spomínanom roku 2007, v ostatných rokoch sú výrazne prekročené. Pozitívom však je, že má miera zadlženia postupom rokov klesajúcu tendenciu.

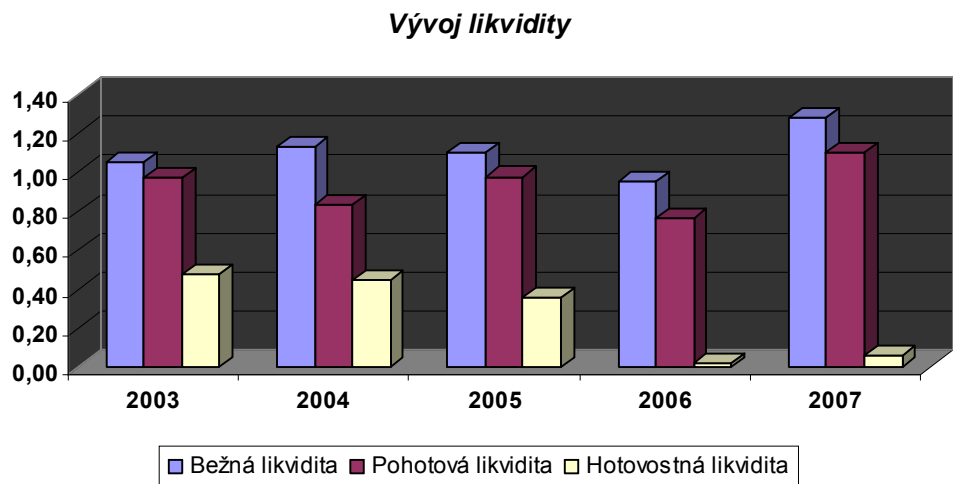
Miera zadlženosti je dôležitým ukazovateľom a to najmä v prípade, že firma žiada banku o úver. Pretože vlastný kapitál vzhľadom ku cudzím zdrojom predstavuje nízku čiastku, je aj tento ukazovateľ vysoký. V poslednom analyzovanom roku však hodnota vlastného kapitálu vzrástla, čím tento ukazovateľ výrazne poklesol.

Zlaté bilančné pravidlo, ktoré hovorí, že dlhodobý majetok má byť krytý dlhodobými zdrojmi, je v danej firme splnené v rokoch 2004, 2005 a 2007 a to vplyvom nárastu vlastného kapitálu.

Ukazovateľ úrokového krytia charakterizuje výšku zadlženosti pomocou schopnosti podniku splácať úroky. Prijateľné hodnoty dosahuje vo firme Gascentrum, s. r. o. iba v rokoch 2005, 2006 a 2007, kedy sa nachádza nad doporučenou hodnotou a firma je schopná splácať úroky. V roku 2003 sa tu žiadne nákladové úroky neevídujú a v roku 2004 je firma v strate a ukazovateľ nedosahuje ani hodnotu 1.

9.1.3.2 Analýza likvidity

Likvidita vyjadruje schopnosti podniku hradiť svoje záväzky. Ukazovatele likvidity vlastne dávajú do pomeru to, čím je možné platiť s tým, čo je nutné zaplatiť.



Graf 3: Vývoj likvidity spoločnosti v rokoch 2003 - 2007 [vlastné spracovanie]

Bežná likvidita udáva, koľkokrát je podnik schopný uspokojiť svojich veriteľov, keby premenil všetky svoje obežné aktíva v danom okamžiku na hotovosť. Doporučené hodnoty tohto ukazovateľa sú od 1,5 – 2,5. Gascentrum, s. r. o. dané hodnoty nenadobúda a v rokoch 2005 a 2006 ukazovateľ klesá. Vo všetkých rokoch sa hodnota značne približuje k 1, čo znamená, že obežný majetok a krátkodobé záväzky sa takmer rovnajú. V takomto prípade je podniková likvidita značne riziková. Situácia sa však zlepšila v roku 2007 nárastom ukazovateľa na 1,32, čím sa takmer priblížil k doporučenej hodnote.

Hodnoty pohotovej likvidity v rokoch 2003 - 2006 taktiež nespádajú do doporučených hodnôt, ktoré sú definované v rozmedzí 1 – 1,5. Najviac sa k 1 približuje firma v rokoch 2003 a 2005, kedy má pohotovú likviditu hodnotu 0,98. V rokoch 2004 a 2006 je však o niečo nižšia. V roku 2007 má tento ukazovateľ hodnotu 1,13, čím už zapadá do doporučeného rozmedzia. Vo všetkých rokoch sa firma musí spoliehať na prípadný predaj zásob, ktorým si v prípade potreby zabezpečí získanie hotovosti.

Okamžitá schopnosť podniku splácať svoje záväzky je na dobrej úrovni takmer v celom sledovanom období. Výnimkou je však rok 2006 (hodnota 0,02) a rok 2007 (hodnota 0,06), v ktorom firme výrazne poklesol finančný majetok a to vplyvom úbytku ako peňazí v hotovosti, tak aj na bankovom účte, ktoré firma využila na úhradu záväzkov voči spoločníkom a konateľom spoločnosti i voči niektorým dodávateľom.

Podiel čistého pracovného kapitálu na aktívach a podiel čistého pracovného kapitálu na obežných aktívach je tu veľmi nízky, v roku 2006 dokonca až záporný. V prípade nezaplata väčších pohľadávok môže dôjsť vo firma k problémom nedostatku peňazí.

9.1.3.3 Analýza rentability

Rentabilita (výnosnosť vloženého kapitálu) je meradlom schopnosti podniku vytvárať nové zdroje, dosahovať zisk použitím investovaného kapitálu. So spomínaným presúvaním sídla firmy medzi tromi objektmi v roku 2007 sa výnosy značne znížili, nakoľko sa stratil časový fond. V náväznosti na to firma počas tohto obdobia prišla o časť potenciálnych stálych zákazníkov.

Tab. 14: Vývoj rentability v rokoch 2003 – 2007 [vlastné spracovanie]

	2003	2004	2005	2006	2007
Rentabilita tržieb	3,6%	-0,5%	3,0%	3,5%	1,83%
Rentabilita výnosov	4,8%	-0,3%	4,2%	5,3%	2,6%
Rent. celkového kapitálu ROA	10,9%	-0,6%	6,7%	11,7%	5,6%
Rentabilita úplatného kapitálu	13,0%	-0,8%	8,1%	16,1%	5,6%
Rentabilita vlastného kapitálu ROE	74,7%	-6,6%	30,3%	28,1%	9,3%

Ukazovateľ rentability tržieb vyjadruje schopnosť podniku transformovať zásoby na hotové peniaze a vo vývojovej rade by mal tento ukazovateľ vykazovať stúpajúcu tendenciu, čo sa však v prípade firmy Gascentrum, s. r. o. v období tejto finančnej analýzy nedá povedať. V roku 2004 sú všetky ukazovatele rentability záporné a to tým, že firma bola v tomto roku stratová. Dôležité však je, že v ďalších rokoch je rentabilita kladná a jej hodnoty sú pomerne vysoké. V poslednom sledovanom roku sa však znížili v dôsledku zmieného poklesu tržieb.

Rentabilita celkového kapitálu, ktorá meria produkčnú silu, či inak povedané, výkonnosť podniku vzrástla v roku 2006 o 5 %, čo je hodnotené ako pozitívny jav, v ďalšom roku však zasa poklesla.

Rentabilita vlastného kapitálu, čiže výnosnosť kapitálu vloženého do podniku jeho vlastníkmi, v roku 2006 poklesla takmer o 2 %, čo bolo spôsobené výraznejším nárastom vlastného kapitálu. V roku 2007 však poklesla až na 9,3 % a to znížením tržieb a zvýšením vlastného kapitálu. Ako už bolo spomenuté v roku 2004 firma vykazuje stratu a práve tým-

to faktom došlo k hlbokému prepadu oproti roku 2003, v ktorom hodnota ROE je takmer 75 %.

Od roku 2005 je ale firma zisková, čo signalizujú rastúce ukazovatele rentability.

Rentabilitu vlastného kapitálu ovplyvňuje pochopiteľne viacero činiteľov (rentabilita vlastného kapitálu, zdanenie a zadlženosť).

Vplyv zadlženosti na rentabilitu vlastného kapitálu vyjadrujú dva faktory – úroková redukcia zisku a tzv. finančná páka, pričom tieto dva faktory pôsobia protichodne. Pôsobenie finančnej páky bude tým vyššie, čím vyšší bude rozdiel medzi rentabilitou investovaného kapitálu a nákladovými úrokmi a čím vyšší bude podiel cudzieho kapitálu.

Súčinom oboch faktorov (úrokovej redukcie zisku a finančnej páky), ktorý sa nazýva ziskový účinok finančnej páky alebo **multiplikátor kapitálu akcionárov**, môžeme vyjadriť ich spoločný vplyv na rentabilitu vlastného kapitálu. Platí:

$$\text{EBT/EBIT} \times \text{A/VK} > 1$$

Tab. 15: Multiplikátor firmy v rokoch 2003 – 2007

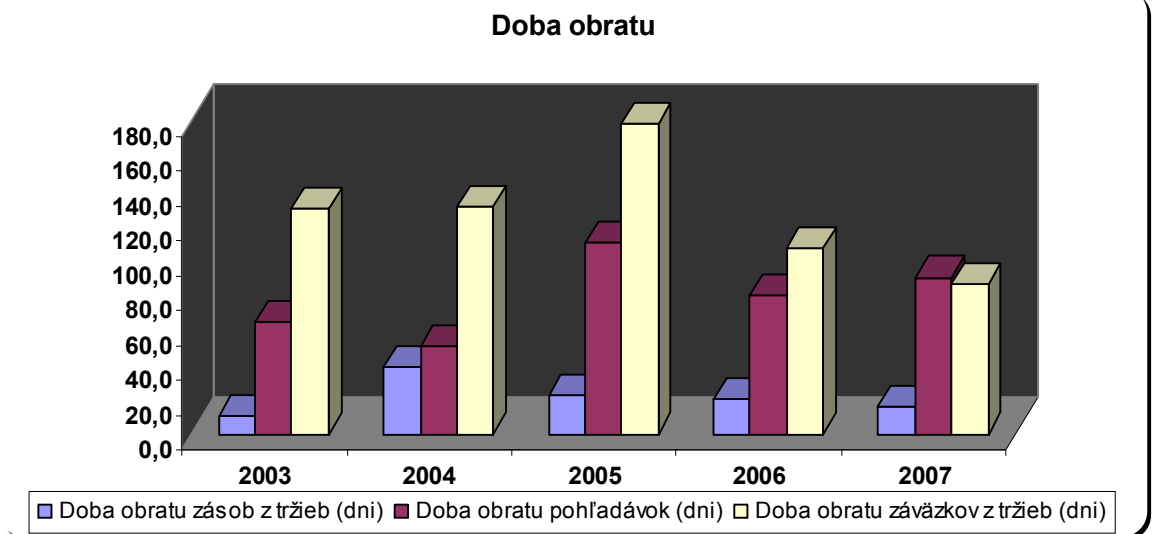
[vlastné spracovanie]

	2003	2004	2005	2006	2007
EBT/EBIT	1,00	1,88	0,92	0,89	0,89
A/ VK	9,05	6,07	6,03	3,34	2,39
Multiplikátor	9,05	11,40	5,57	2,99	2,12

V prípade spoločnosti Gascentrum, s. r. o. by zvyšovanie podielu cudzích zdrojov v kapitálovej štruktúre malo pozitívny vplyv, keďže je multiplikátor v celom sledovanom období vyšší než 1.

9.1.3.4 Analýza aktivity

Ukazovatele aktivity merajú schopnosť podniku využívať svoje zdroje. Merajú rýchlosť obratu ich jednotlivých zložiek a hodnotia tak viazanosť kapitálu v určitých formách aktív. Vypovedajú o tom, koľkokrát sa obráti každý z jednotlivých druhov majetku za určitý časový interval v rámci sledovaného obdobia.



Graf 4: Vývoj dôb obratu v rokoch spoločnosti 2003 – 2007

Ak porovnáваме obratovosť celkových aktív počítanú na báze výnosov a tržieb, môžeme si všimnúť, že hodnoty týchto ukazovateľov sa líšia takmer vo všetkých rokoch skoro o polovicu. Je to spôsobené skutočnosťou, že tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb sa na celkových výnosoch podieľajú skoro polovičnou mierou.

Hodnota obratu celkových aktív by mala byť väčšia ako 1 – z 1 koruny majetku by mala byť dosiahnutá minimálne 1 koruna tržieb, či výnosov. Vo firme Gascentrum, s. r. o. je táto hodnota vo všetkých rokoch vyššia a firma si udržuje stabilnú úroveň daného ukazovateľa.

Doba obratu pohľadávok si v časovom slede udržuje približne rovnakú úroveň až na rok 2005, v ktorom sa zvýšila takmer o polovicu oproti roku 2004, ako aj doba obratu záväzkov. Doba obratu pohľadávok by mala byť nižšia ako doba obratu záväzkov a doba obratu záväzkov by mala dosahovať aspoň hodnoty doby obratu pohľadávok, čo v analyzovanom podniku splnené je. Avšak pokiaľ je doba obratu záväzkov väčšia ako súčet obratu zásob a pohľadávok, čo v danom prípade platí pre všetky roky, dodávateľské úvery financujú pohľadávky a zásoby. Tento fakt vysvetľuje aj zlú likviditu podniku.

Doba obratu zásob hovorí ako dlho sú obežné aktíva viazané vo forme zásob. Najlepšou variantou je, ak je táto doba čo najkratšia. V danej firme má ukazovateľ obratovosti zásob klesajúci charakter. Najlepšie je na tom firma v roku 2003, keď sa zásoby premenia

v obežný majetok za 10 dní a najhoršie v roku 2004, kedy má tento obrat trvá takmer 39 dní. Daná skutočnosť je vyvolaná výraznejším rastom zásob.

9.1.4 Analýza absolútnych ukazovateľov

V rámci súhrnných ukazovateľov sa budem venovať ukazovateľom Z- skóre a Indexom IN. Súhrnné ukazovatele sa snažia vyjadriť súhrnne finančnú pozíciu a finančné zdravie podniku.

9.1.5 Altmanovo Z – skóre

Pokiaľ je dosiahnutá hodnota Z vyššia než 2,99 má firma uspokojivú finančnú situáciu, pri $Z = 1,81$ až 2,99 nevyhranenú finančnú situáciu a pri Z menšom ako 1,81 má veľmi silné finančné problémy.

Ako môžeme vidieť v prílohe P I., tak firma nedosahuje uspokojivú finančnú situáciu iba v roku 2004 a 2007. V týchto rokoch sa nachádza v nevyhranenej zóne, ale ukazovateľ sa približuje k hodnote 2,99. Dôležité je, že ani v jednom zo sledovaných období firma nevykazuje silné finančné problémy.

9.1.6 Index IN

Až na rok 2004, v ktorom firma vykazovala stratu, index dosahuje hodnotu väčšiu ako 1,77 a môžeme povedať, že daná firma dosahuje hodnotu. Podstatné je spomenúť, že ani v jednom roku nie je hodnota tohto indexu menšia ako 0,75 a podnik teda nespeje k bankrotu, je na tom finančne dobre. Tabuľka s výpočtami je uvedená v prílohe P I.

9.2 Závery k finančnej analýze

Celkovo môžem podnik Gascenturm, s. r. o. ohodnotiť ako finančne zdravý podnik s priaznivými výsledkami takmer vo všetkých ukazovateľoch finančnej stability. Ani v jednom zo sledovaných období firma nevykazuje silné finančné problémy a nespeje k bankrotu.

Ukazovatele rentability sú až na rok 2004 kladné a pomerne vysoké. Rentabilita vlastného kapitálu je najvyššia v roku 2003, kedy dosahuje hodnotu takmer 75 %, čo bolo spôsobené nízkou hodnotou vlastného kapitálu a pozitívnym pôsobením finančnej páky.

V nasledujúcom roku došlo k hlbokému prepadu a to najmä kvôli zápornému hospodárskemu výsledku. Na vzniku straty sa podieľala predovšetkým skutočnosť, že firma mala v danom roku málo významných, či väčších zákazkách, ktoré by hodnotu hospodárskeho výsledku zvyšovali. Z ekonomického hľadiska by bolo pre firmu vhodné výraznejšie využívanie lacnejších cudzích zdrojov financovania, čím by sa zvýšilo pôsobenie finančnej páky ako aj ukazovateľ úrokového krytia.

Ukazovatele zadlženosti vypovedajú prekročením doporučených hodnôt o jej vysokej zadlženosti. Dôvodom je významný pomer krátkodobých cudzích zdrojov na celkových pasívach. Keďže najväčší podiel na týchto záväzkoch majú záväzky voči spoločníkom bolo by vhodné, previesť tieto pôžičky od spoločníkov do základného kapitálu, čo by mohlo daný problém vyriešiť.

Zlaté bilančné pravidlo financovania je naplnené iba v rokoch 2004, 2005 a 2007. Ukazovateľ obratu celkových aktív sa udržiava na stabilnej úrovni. Firma dosahuje z koruny vloženého majetku viac ako dve koruny tržieb, prípadne výnosov.

Z analýzy rozdielových ukazovateľov stojí za zmienku, že malá časť obežných aktív je financovaná dlhodobými zdrojmi. Podnik teda preferuje konzervatívnu stratégiu financovania, čo mu však prináša vyššie náklady v tejto oblasti.

10 STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN PODNIKU

Strategický finančný plán firmy Gascentrum, s. r. o. je zostavený pre obdobie piatich rokov v návaznosti na stratégiu firmy, na prevedenú strategickú a finančnú analýzu a na predpoklad neobmedzeného trvania firmy. [18]

10.1 Konštrukcia strategického plánu

Neistý vývoj podnikateľského prostredia, ktoré je v dnešnej dobe ešte poznačené globálnou hospodárskou a finančnou krízou, núti firmy k zostavovaniu variantných finančných plánov. Vplyvy môžu byť samozrejme ako pozitívne, tak aj negatívne. Tieto vplyvy okolia sa premietnu do zmeny tržieb. [18]

Plánovanie výnos

Firma Gascentrum, s. r. o. pôsobí v stavebnom odvetví, ktoré je v súčasnej dobe výrazne ovplyvnené globálnou hospodárskou a finančnou krízou a s jej dopadmi sa ráta aj do budúcnosti. Preto sa pri plánovaní výnosových položiek pracovalo predovšetkým s predikciou HDP, inflácie, vývojom spotrebiteľských cien ministerstva financií SR na plánované obdobie a bol vypracovaný vývoj tržieb za Prešovský kraj v stavebnom odvetví ovplyvnení HDP a infláciou. Výsledné tempa rastu som následne použila pri zostavovaní plánovaných výnosových položiek.

Tržby za predaj tovaru a za vlastné výrobky a služby

Pretože v čase písania tejto práce firma Gascentrum, s. r. o. ešte nemala k dispozícii výkazy za rok 2008, je tento rok súčasťou plánovania.

Tržby za predaj tovaru sú plánované pre rok 2008 vo výške 19,6% z tržieb za predaj tovaru pre rok 2007. Takéto tempo rastu predpokladáme aj pre tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb. Firma ešte v tomto roku pokračovala v práci na spomínanej významnej zakázke z roku 2007. Pri konzultácii vývoja za rok 2008 konateľ potvrdil rast tržieb takýmto smerom.

V oblasti predaja tovarov a časti služieb ráta firma na rok 2009 výrazný pokles tržieb spôsobený zavedením Eura v SR a ekonomickou krízou. V okolitých štátoch ako napr. Poľsko sú niektoré tovary lacnejšie, čím tržby slovenských pohraničných firiem stagnujú.

V nasledujúcej tabuľke sú uvedené tempa rastu hlavných výnosových položiek firmy pre jednotlivé roky.

Tab. 16: Vývoj výnosových položiek a ich temp rastu v rokoch 2008 – 2012

[vlastné spracovanie]

v tis. Sk	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za vlastní výrobky	26 879	24 997	28 322	31 381	34 142
Tržby z prodeje služeb	11 520	10 713	12 138	13 449	14 633
Tržby za prodej zboží	3 167	2 977	3 373	3 737	4 066
Tržby za predaj vl. výr. a služieb (%)	19,60	-7,00	13,30	10,80	8,80
Tržby za predaj tovarov (%)	19,60	-6,00	13,30	10,80	8,80

Ostatné prevádzkové výnosy

Ostatné prevádzkové výnosy tvoria príjmy z poistných škôd na majetku a výnosy z prenájmu dvoch stavebných strojov, ktoré firma začala v roku 2007 prenajímať. Uvažujeme tu s ročným nárastom o 1,5 %.

Ostatné prevádzkové náklady

Taktiež aj pri ostatných prevádzkových nákladoch firma ráta s tempom rastu 1,5 %.

Náklady na predaný tovar

Pretože predaj tovaru je fakturovaný spolu s inštaláciou zariadenia, nie samostatne, dosahuje táto položka vzhľadom k tržbám za predaj tovaru vysoké hodnoty. Firma nepredpokladá výrazný nárast predajných cien tovaru, ktorý predáva. Predikcia spotreby materiálu sa odvíja od temp rastu výnosov za predaj tovaru. Spotreba energie je plánovaná na základe prognóz vývoja spotrebiteľských cien Ministerstva financií SR, ako aj spotreba pohonných hmôt je plánovaná na základe vývoja cien pohonných hmôt, ktoré sú uvedené v nasledujúcej tabuľke.

Tab. 17: Tempa rastu vybraných položiek na roky 2008 – 2012[vlastné spracovanie]

v %	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za predaj tovarov	19,60	-6,00	13,30	10,80	8,80
Pohonne hmoty	2,20	2,00	3,70	3,80	4,10
Spotrebiteľské ceny	4,40	2,60	3,90	4,70	4,20

Tab. 18: Vývoj nákladov na predaný tovar v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]

	2008	2009	2010	2011	2012
Spotreba materiálu	3 356	3 134	3 537	3 908	4 245
Priamy materiál	726	675	765	848	922
Priame nakupované výrobky	1 453	1 351	1 531	1 697	1 846
Režijný materiál	309	287	325	360	392
Ostatné nakupované výrobky	727	676	766	849	924
Pohonné hmoty	141	144	149	155	161
Spotreba energie	362	372	386	404	421
Elektrická energia	126	130	135	141	147
Plyn	155	159	165	172	180
Ostatné paliva a energie (vodné)	81	84	87	91	95
Náklady vynaložené na pred. tovar	24 132	22 684	25 701	28 476	30 982
Opravy a udržiavanie	3 741	3 479	3 942	4 368	4 752
Cestovné	429	399	452	501	545
Náklady na reprezentáciu	131	134	139	146	152

Výkonová spotreba

Výkonová spotreba sa skladá zo spotreby materiálu a energie a nakupovaných externých služieb. V roku 2008 firma pokračovala na zákazkách z roku 2007, v závislosti na čom jej rástla výkonová spotreba. V roku 2009 Gascentrum, s. r. o. očakáva pokles produkcie, ktorý však nevie presne vyjadriť, preto budeme pri predikcii zasa vychádzať predovšetkým z vývoja produkcie za relatívny trh (Tab. 5) a z predpokladov konateľa firmy.

Mzdové náklady

V roku 2008 firma prijala troch nových zamestnancov. V súčasnosti firma zamestnáva 29 pracovníkov a v nasledujúcich rokoch nepredpokladá s prijímaním nových pracovných síl ani s prípadným prepúšťaním. Priame mzdové náklady sú vypočítané podľa potrieb odpracovaných hodín a vynásobením mzdovou hodinovou sadzbou konkrétneho pracovníka na danej zakázke. Nepriame mzdové náklady firma plánuje zvyšovať rovnakým tempom ako priame. V roku 2008 firma plánuje zvýšiť mzdové náklady o 18 % v dôsledku spomínaného prijatia troch nových zamestnancov. V ďalších rokoch je plánovaný vývoj miezd na základe prognóz vývoja miezd Ministerstva financií Slovenskej republiky aktualizovaných k februáru 2009 uvedených v Tab. 19.

Tab. 19: Vývoj miezd pre roky 2008 - 2012 [vlastné spracovanie]

v tis. Sk	2008	2009	2010	2011	2012
Osobné náklady	7 317	7 559	7 808	8 081	8 413
Mzdové náklady	4 781	4 939	5 102	5 281	5 497
Mzdové náklady priame	1 339	1 383	1 429	1 479	1 540
Mzdové náklady nepriame	3 442	3 556	3 673	3 802	3 957
Zákonné sociálne poistenie	2 032	2 099	2 168	2 244	2 336
Zákonné sociálne náklady	504	520	538	556	579
Náklady na mzdy v %	18,00	3,30	3,30	3,50	4,10

Odpisy DHM

Firma uplatňuje rovnomerné odpisovanie a účtovné odpisy sú totožné s daňovými. Odpisy DHM sú vypočítané zo stávajúceho majetku firmy a na základe investičného plánu firmy (Tab. 20). V každom roku Gascentrum, s. r. o. plánuje bežné investície cca 100 tis. Sk. V roku 2010 je naplánovaná obnova niektorých strojov potrebných k vykonávaniu prevádzkovej činnosti a to Caterpillar v hodnote 1 450 tis. Sk, zvärací automat značky Friamat v hodnote 230 tis. Sk a súbor stavebných strojov v celkovej hodnote 540 tis. Sk patriacich do prvej odpisovej skupiny. V roku 2011 firma ráta s nákupom stavebného stroja UNC v hodnote 750 tis. Sk a o rok neskôr taktiež z dôvodu opotrebenie plánuje firma obnovu automobilového parku za 540 tis. Sk a kúpu zväračky značky Roweld za 375 tisíc Sk.

Tab. 20: Vývoj odpisov a investičných výdajov na roky 2008 – 2012

[vlastné spracovanie]

v tis. Sk	2008	2009	2010	2011	2012
Daňové odpisy stroj. DHM	1 334	1 326	821	710	700
Daňové odpisy	1 334	1 326	821	710	700
Odpisy stroj. DHM - nové investície	35	70	640	683	835
Odpisy - nový DM	35	70	640	683	835
Výdaje na nový stroj. DHM	100	100	2 320	850	925
Výdaje na nový DM celkom	100	100	2 320	850	925

Daň z príjmu

Daň z príjmu je naplánovaná na výsledku hospodárenia príslušného roku a naplánovanej sadzby z príjmu právnických osôb. V roku 2008 je sadzba dane z príjmu právnických osôb 19 % a pre ďalšie roky ponechávam sadzbu dane taktiež v takejto výške.

Tab. 21: Vývoj dane z príjmu na roky 2008 - 2012 [vlastné spracovanie]

	2008	2009	2010	2011	2012
Základ dane znížený o odpočty	1 621	442	1 337	2 240	2 767
Sazba dane z príjmu	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%	19,00%
Daň z príjmu	308	84	254	426	526

Ostatné aktíva – prechodné účty aktívne

V prospech dohadných účtov aktívnych sa účtujú náklady na leasing, ktoré predstavujú každoročnú splátku vo výške 65 000 Sk.

Plán výsledku hospodárenia

Plánovaný výsledok hospodárenia sa vypočíta ako rozdiel výnosov a nákladov na plánované obdobie. V roku 2008 na základe interných informácií o vývoji hospodárenia firmy plánujeme výrazne vyšší výsledok hospodárenia oproti roku 2007. V nasledujúcom roku dopadmi hospodárskej a finančnej krízy a poklesom zákaziek, a teda aj výnosov, je predpokladaný výsledok hospodárenia pred zdanením 308 tis. Sk. Od tohto roku plánujeme na základe rozdielu plánovaných výnosových a nákladových položiek rastovú tendenciu výsledku hospodárenia, ktorý by mal ročne rásť o cca 700 tis. Sk.

Plánovanie majetkovej štruktúry finančných zdrojov

Položky dlhodobého majetku sú zostavené na základe plánu investícií. Odpisy dlhodobého majetku sú rovnomerné a zhodné s daňovými. Novo obstaraný Catelpillar v hodnote 1 450 tis. Sk je zaradený do 3. odpisovej skupiny a odpisovaný dvanásť rokov a novo obstaraný bager UNC v hodnote 750 tis. Sk je odpisovaný taktiež dvanásť rokov. Ďalšie investície v roku 2010 sú predpokladané do nákupu nových stavebných strojov v celkovej hodnote 540 tis. Sk a zváracieho automatu značky Friamat v hodnote 230 tis. Sk, ktoré patria do 1. odpisovej skupiny a ich doba odpisovania je štyri roky. V poslednom plánovanom roku z dôvodu opotrebenie plánuje firma obnovu automobilového parku za 540 tis. Sk a kúpu zváračky značky Roweld za 375 tisíc Sk.

Obežné aktíva a krátkodobé záväzky

Výška krátkodobých pohľadávok, krátkodobých záväzkov a zásob je plánovaná podľa dôb obratu. Doba obratu zásob tovaru bola v poslednom roku sledovaného obdobia 27 dní a preto ponecháme túto dobu obratu 27 dní. Doba obratu krátkodobých pohľadávok z ob-

chodného styku bola za sledované obdobie v priemere 75 dní a takáto istá doba obratu bude ponechaná aj na plánované roky. U krátkodobých záväzkoch z obchodného styku a záväzkoch voči zamestnancom sme ponechali v podstate priemernú dobu obratu za sledované obdobie, ktorá bola 32 dní. Záväzky zo sociálneho zabezpečenia mali v roku 2007 dobu obratu 63 dní, ktorá je tiež plánovaná v konštantnej výške.

Vlastný kapitál

Vlastný kapitál má ako v minulom tak aj v plánovanom období rastúci trend v dôsledku rastúceho zisku. Ostatné položky vlastného kapitálu plánuje firma v konštantnej výške.

Cudzie zdroje

Dlhodobé záväzky predstavujú najmä prijaté zálohy od odberateľov, ktoré sú plánované v rovnakej výške ako v roku 2007.

Ostatné pasíva - prechodné účty pasívne

V prospech dohadných účtov pasívnych sa účtuje energia, vodné a stočné a iné služby súvisiace s prevádzkou firemnej budovy. Tento pasívny účet je plánovaný s rovnakým tempom rastu ako náklady na energiu.

10.2 Analýza finančného plánu

V tejto časti je uvedený stručný prehľad analýzy finančného plánu na roky 2008 až 2012, z ktorej vyplýva:

- Ukazovatele produktivity vykazujú v plánovaných rokoch stúpajúcu tendenciu, čo je pozitívny trend.

Tab. 22: Vývoj produktivity v rokoch 2008 - 2012[vlastné spracovanie]

Ukazatele produktivity	2008	2009	2010	2011	2012
Produktivita z výkonu (tis.Sk/prac)	1 371,38	1 231,41	1 395,19	1 545,87	1 653,40
Produktivita z pridanej hodnoty (tis.Sk/prac)	336,25	292,63	333,67	371,17	398,09

- Čistý pracovný kapitál vykazuje v plánovanom období taktiež rastúcu tendenciu aj keď v roku 2010 je vyšší iba o 20 tis. Sk a to v dôsledku zníženie krátkodobých finančných prostriedkov z dôvodu nákupu DHM v hodnote 2 320 tis. Sk.

- Ako je možné vidieť aj v nasledujúcej tabuľke (Tab. 23), ukazovatele obratu v podstate vykazujú ustálený, vyrovnaný trend.

Tab. 23: Ukazovatele obratu v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]

Ukazovatele obratu	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat zásob	24,85	22,07	24,24	23,99	23,78
Obrat celkových pohľadávok	4,79	4,58	5,05	5,05	5,00
Obrat celkových záväzkov	4,22	3,86	4,33	4,53	4,71
Obrat vlastného kapitálu	5,63	4,90	5,24	5,07	4,72
Obrat celkového kapitálu	2,41	2,16	2,37	2,39	2,35

- Ukazovatele rentability majú v celom plánovanom období rastúci charakter. Výnimkou je iba rok 2009, v ktorom je výsledok hospodárenia 224 tis. Sk a aj rentabilita je nižšia.

Tab. 24: Rentabilita firmy v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]

Ukazovatele rentability	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita tržieb	2,85%	0,58%	2,15%	3,44%	3,95%
Rentabilita vlastného kapitálu	16,03%	2,83%	11,29%	17,43%	18,68%
Rentabilita celkového kapitálu	7,34%	1,72%	5,56%	8,63%	9,69%
Rentabilita celkového kapitálu	9,24%	2,30%	7,04%	10,82%	12,12%

- Okamžitá likvidita je plánovaná v rozmedzí 20 % - 60 %, čo je splnené vo všetkých analyzovaných rokoch až na posledný plánovaný rok, kedy chce firma zvyšné peňažné prostriedky využiť na nákup potrebného majetku. Rýchla a bežná likvidita majú rastúci charakter. Rýchla likvidita až na posledné dva roky plánu spĺňa doporučené hodnoty.

Tab. 25: Vývoj likvidity v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]

Likvidita	2008	2009	2010	2011	2012
Okamžitá likvidita	39,68%	57,90%	48,25%	59,42%	72,78%
Rýchla likvidita	136,02%	152,72%	147,37%	161,98%	180,55%
Bežná likvidita	156,15%	172,28%	168,22%	183,55%	203,22%

- Stupeň zadlženosti v plánovanom období klesá a to z dôvodu, že konateľ firmy nehodlá využívať cudzie zdroje financovania, pokiaľ to nebude nevyhnutné.

Tab. 26: Ukazovatele zadlženosti v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]

Ukazovatele zadlženosti	2008	2009	2010	2011	2012
Stupeň finančnej nezávislosti	43,65%	44,40%	45,87%	48,21%	51,37%
Stupeň zadlženosti	56,24%	55,49%	54,03%	51,69%	48,55%

11 STANOVENIE TRŽNEJ HODNOTY GASCENTRUM, S. R. O.

Keďže spoločnosť naplňuje princíp „going concern“, tzn. predpoklad neobmedzeného trvania, môže byť ocenená výnosovými metódami.

Spoločnosť Gascentrum, s. r. o. je firmou s perspektívou do budúcnosti, a preto je vhodné oceniť ju výnosovými metódami. Cieľom ocenenia je zistenie trhovej hodnoty firmy a to tiež z dôvodu predpokladaného výstupu jedného spoločníka z firmy. Pre objektívnejší výsledok ocenenia budú použité viaceré metódy ocenenia a z vypočítaných tržných hodnôt bude stanovená výsledná hodnota podniku k 01.01..2008.

Pri oceňovaní budú použité tieto metódy:

- metóda ekonomickej pridanej hodnoty
- metóda kapitalizovaných čistých výnosov
- metóda diskontovaného čistého cash flow – FCFE (Free Cash Flow to equity)
- metóda diskontovaného čistého cash flow – FCFF (Free Cash Flow to firm)

11.1 Diskontná miera pre oceňovanie

Najskôr je potrebné stanoviť náklady na vlastný kapitál, náklady na cudzí kapitál a potom priemerné vážené náklady na kapitál. Pre účely ocenenia je stanovená diskontná miera buď na úrovni priemerných vážených nákladov na kapitál (WACC) alebo na úrovni nákladov na vlastný kapitál.

11.1.1 Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú stanovené ako vážený priemer vybraných metód stanovenia nákladov na vlastný kapitál. Váhy jednotlivých metód sú stanovené podľa dostupnosti vstupných informácií pre použitie každej jednotlivkej metódy.

Model oceňovania kapitálových aktív – model CAPM

$$N_{vk} = r_f + \beta * RP$$

N_{vk} = náklady na vlastný kapitál

r_f = bezriziková výnosová miera

β = koeficient beta (citlivosť výnosnosti akcií oceňovanej firmy na zmeny celého trhu)

RP = riziková prémie kapitálového trhu

Bezriziková výnosová miera

Bezriziková výnosová miera je stanovená na základe výnosnosti 10-ročných štátnych dlhopisov SR. Informácie sú čerpané z prognózy ministerstva financií SR uverejnenej na www.finance.gov.sk.

Tab. 27: Prognóza a skutočnosť výnosnosti štátnych dlhopisov [12]

17 - Úrokové sadzby (priemer roka)	Merná jednotka	Skutočnosť		Prognóza				
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3M Euribor	%	3.08	4.28	4.64	2.43	2.80	3.13	3.75
3 ročný slovenský dlhopis	%	4.63	4.49	4.33	3.59	3.75	4.29	4.31
10 ročný slovenský dlhopis	%	4.49	4.63	4.59	4.57	4.61	4.85	4.85
10 ročný nemecký bund	%	3.78	4.28	4.63	3.10	3.30	4.10	4.10
Základná sadzba ECB	%	2.80	3.84	3.88	1.83	2.19	2.73	3.35

Riziková prémie

Riziková prémie je rozdielom výnosnosti tržného portfólia a bezrizikovej výnosovej sadzby. Pri jej stanovení sa vychádza z ratingu Slovenskej republiky uvedeného na internetových stránkach www.damodaran.com.

Slovenská republika má ratingové hodnotenie A1, celková prémie krajiny je ohodnotená na 5,84 % a riziková prémie krajiny je 1,05 %. Celková riziková prémie krajiny je vypočítaná ako súčet spomínaných dvoch prémieí, ktorý je 6,89 %.

Prémie za špecifické riziko

Špecifické riziko by malo vyjadrovať odchýlky posudzovaného podniku od priemerných kvalitatívnych a kvantitatívnych stránok výkonnosti v odvetví alebo v obore. [3]

Prirážka za špecifické riziko je záležitosťou odhadu analytika na základe ocenenia interných faktorov ako sú kvalita výroby a služieb, kvalita managementu a technológií, postavenie na trhu, výsledky finančnej analýzy a ďalších. Na základe zmienych faktorov počítame s prémieou za špecifické riziko vo výške 3 %. [17]

Koeficient β

Pri odhade beta koeficientu sa vychádza z beta koeficientu odvetvia uvedeného na www.damodaran.com, odvetvie stavebníctva. Pre účely modelu CAPM stanovujem β koeficient pri nulovom zadlžení vo výške 0,60.

Systematické tržné riziko je riziko, ktoré závisí na celkovom ekonomickom vývoji, a preto postihuje v rovnakej miere všetky firmy.

Pri stanovení beta koeficientu podľa tržného a finančného rizika je potrebné zvoliť triedu systematického obchodného rizika. Jedná sa o úpravu β koeficientu v rozpätí od 1. do 5. triedy, kde stupnica tried začína hodnotou -0,5 a končí hodnotou 0,5. Podľa uskutočneného odhadu je zvolená 4. trieda systematického obchodného rizika, čo teda predstavuje úpravu beta koeficientu o +0,25.

Tab. 28: Spoločné vstupy pre modely N_{vk} [vlastné spracovanie]

Bezriziková výnosová miera	%	4,63
Riziková prémie	%	6,89
Prémie za špecifické riziko	%	3,00
Priem. podiel vlastného kapitálu v zobrazenej histórii	%	99,59
Priemerný podiel vlastného kapitálu v 1. fázy	%	99,23
Odhad podielu vlastného kapitálu v 3. fázy	%	80,00
Priemerná sazba DP v histórii	%	20,20
Priemerná sazba DP v 1. fázy	%	19,00
Odhad sazby DP ve 3. fázy	%	16,00

Model oceňovania kapitálových aktív so znalosťou β koeficientu pri nulovom zadlžení

Použijeme v prípade, že poznáme beta koeficient oceňovanej alebo zrovnateľnej firmy pri jej plnom financovaní vlastným kapitálom. Beta koeficient je prepočítaný na všetky obdobia finančného plánu podľa aktuálneho pomeru vlastných a cudzích zdrojov.

Tab. 29: Znalosť β koeficientu pri nulovom zadlžení

[vlastné spracovanie]

Koeficient beta pri nulovém zadlžení	koef.	0,60
Koeficient beta pre 1.fázu	koef.	0,60
Náklady vlastného kapitálu pre 1.fázu	%	11,79
Koeficient beta pre 3. fázu	koef.	0,73
Náklady vlastného kapitálu pre 3. fázu	%	12,63

Model CAPM so stanovením β koeficientu na základe obchodného a finančného rizika

V tejto variante modelu CAPM ja potrebné určiť triedu systematického rizika, ktorá je 4. Ďalej je potrebné použiť korekciu beta koeficientu vzhľadom k finančnému riziku, ktoré je závislé na kapitálovej štruktúre firmy v 1. a 2. fázy oceňovania.

Tab. 30: Model CAPM s β podľa obchodného a finančného rizika
[vlastné spracovanie]

Stanovenie beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika		
Bezriziková výnosová miera	%	4,63
Riziková prémie	%	6,89
Prémie za špecifické riziko	%	3,00
Trieda systematického obchodného rizika	trieda	4
Korekcia na základe obch. rizika	korekcia	0,25
Pomer cudzieho a vlastného kapitálu v 1. fáze	pomer	0,01
Pomer cudzieho a vlastného kapitálu v 3. fáze	pomer	0,25
Korekcia na základe finan. rizika pre 1. fázu	korekcia	-0,20
Korekcia na základe finan. rizika pre 3. fázu	korekcia	-0,08
Koeficient beta pre 1. fázu	koeficient	1,05
Koeficient beta pre 3. fázu	koeficient	1,18
Náklady vlastného kapitálu pre 1. fázu	%	14,89
Náklady vlastného kapitálu pre 3. fázu	%	15,73

Model CAPM s expertným stanovením β koeficientu

V tomto postupe CAPM stanovujem β koeficient na základe ohodnotenia ôsmich faktorov, ktoré ovplyvňujú jeho veľkosť. Odhad β koeficientu a tiež nákladov na vlastný kapitál pomocou tejto metódy uvádzam v nasledujúcej tabuľke (Tab. 31).

Tab. 31: Model CAPM s expertným odhadom β koeficientu [vlastné spracovanie]

Výsledky bodového ohodnotenia rizikových faktorov		
Citlivosť na zmenu hospodárskeho cyklu	1,00	Vyvíja sa s cyklom
Vyjednávacia sila voči dodávateľom	1,00	Sily sú vyrovnané
Vyjednávacia sila voči odberateľom	1,00	Sily sú vyrovnané
Podiel fixných nákladov na celkových nákladoch	0,50	Nízky
Miera zadlženia (Cudzí / Vlastný kapitál)	0,50	Menší ako 40%
Veľkosť podniku	1,00	Stredný
Diverzifikácia územia	1,00	Stredný
Diverzifikácia výrobkov	1,00	Stredný
Odhad koeficientu beta	0,88	

Model INFA

Náklady vlastného kapitálu podľa tohto modelu stanovím ako súčet bezrizikovej výnosovej miery a rizikovej prémie, ktorú tvorí prémie za podnikateľské riziko, prémie za riziko finančnej nestability, prémie za riziko finančnej štruktúry a prémie za likviditu.

Tab. 32: Pomocné veličiny modelu INFA [vlastné spracovanie]

Pomocné veličiny pre výpočet		2008	2009	2010	2011	2012
Vlastný kapitál	tis.Sk	7 902	7 888	8 832	10 312	12 068
Zisk pred zdanením	tis.Sk	1 491	308	1 198	2 094	2 616
Nákladové úroky	tis.Sk	105	105	105	105	105
Aktiva celkom	tis.Sk	18 101	17 766	19 256	21 387	23 493
Rentabilita aktív meraná EBITom	%	8,82	2,32	6,77	10,28	11,58
Bežná likvidita	%	156,16	172,28	168,22	183,55	203,22
Úrokové krytie	podiel	15,20	3,93	12,41	20,95	25,91

Tab. 33: Model INFA [vlastné spracovanie]

Model INFA		2008	2009	2010	2011	2012
Bezriziková výnosová miera	%	4,59	4,57	4,61	4,85	4,85
Rentabilita aktív v priemysle	%	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70
Riziková prémie za likviditu akcií	%	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Prémie za podnikateľské riziko	%	0,00	1,39	0,00	0,00	0,00
Prémie za riziko z finan. nestability	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Prémie za riziko z finan. štruktúry	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Riziková prémie celkom	%	5,00	6,39	5,00	5,00	5,00
Náklady VK pre 1. fázu	%	9,59	10,96	9,61	9,85	9,85
Náklady VK pre 3. fázu	%	9,85				

Komplexná stavebnicová metóda

Komplexná stavebnicová metóda, prvá aj druhá varianta, ktoré boli použité k stanoveniu nákladov na vlastný kapitál, sú navrhnuté autormi Mařík a Maříková.

Tab. 34: Komplexná stavebnicová metóda I. [vlastné spracovanie]

Komplexná stavebnicová metóda M&M I.		
Bezriziková výnosová miera	%	4,63
Horná hranica rizikovej prémie ako násobok		3,00
Pomer váh podnikateľského k finančnému riziku		4,00
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)		4,76
Náklady vlastného kapitálu		9,39
Komplexná stavebnicová metóda M&M I.		

Tab. 35: Komplexná stavebnicová metóda II. [vlastné spracovanie]

Komplexná stavebnicová metóda II. (Garnett & Hill)		
Bezriziková výnosová miera	%	4,63
Horná hranica rizikové prémie ako násobok		3,00
Pomer váh podnikateľského k finančnému riziku		4,00
Rizik. prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	%	4,56
Náklady vlastného kapitálu		9,19

Vážený priemer nákladov vlastného kapitálu

Pri výpočte váženého priemeru nákladov vlastného kapitálu boli použité v predošlej časti zmienené metódy určenia nákladov na vlastný kapitál, ktorým som podľa vypovedacej schopnosti vstupných informácií priradila jednotlivé váhy. Vážený priemer nákladov vlastného kapitálu je teda pre 2.fázu ocenenia podniku určený na 10,48 %.

Tab. 36: Vážený priemer nákladov vlastného kapitálu [vlastné spracovanie]

model	váhy	náklady 3. fázy
Znalosť beta koeficientu pri existujúcom zadlžení	0,10	7,63
Znalosť beta koeficientu pri nulovom zadlžení	0,10	12,63
Na základe odhadu obchodného a finančného rizika	0,10	15,73
Expertný odhad koeficientu beta	0,20	10,66
Model INFA (MPO ČR)	0,20	9,85
Komplexná stavebnicová metóda I (M&M)	0,10	9,39
Komplexná stavebnicová metóda II (Garnett & Hill)	0,20	9,19
Vážený priemer nákladov vlastného kapitálu		10,48

11.1.2 Náklady na cudzí kapitál

Pre potreby ocenenia boli náklady na cudzí kapitál určené vo výške 6 %. Predstavujú náklad leasingu, ktorý firma využila na obstaranie stavebného DHM v roku 2007 a ráta s ním aj v plánovanom období.

11.1.3 Vážené priemerné náklady kapitálu WACC

Vážené priemerné náklady kapitálu boli stanovené na základe vzorca:

$$n = \frac{VK}{K} \cdot n_v + \frac{CK}{K} \cdot n_c \cdot \left(1 - \frac{Sdp}{100}\right),$$

a to v celkovej výške 9,39 %.

Tab. 37: Vážené priemerné náklady kapitálu [vlastné spracovanie]

Podíl vlastného kapitálu %		80,00
Náklady vlastného kapitálu - Vážený priemer modelov		10,48
Podiel cudzieho kapitálu		20,00
Náklady cudzieho kapitálu – difer. úroková miera		6,00
Sazba dane z príjmu		16,00
Vážené priemerné náklady kapitálu	WACC	9,39

11.2 Ocenenie podniku Gascenstrum, s. r. o. metódou diskontovaného cash flow

Základom stanovenia hodnoty firmy je budúci peňažný tok (voľný peňažný tok – Free Cash Flow), ktorý bude firma generovať. Pre účely oceňovania budú použité dve metódy, ktoré sa líšia tvarom peňažného toku a to:

- metóda voľného peňažného toku pre vlastníkov a veriteľov – **Free Cash Flow to the Firm,**
- metóda voľného peňažného toku pre vlastníkov – **Free Cash Flow to the Equity.**

Odlíšnosti týchto dvoch metód spočívajú najmä v tom, že metóda FCFF:

- vychádza z hypotetického financovania firmy iba vlastným kapitálom,
- ako diskontnú mieru oceňovania používa WACC (vplyv kapitálovej štruktúry na ocenenie firmy sa prejavuje prostredníctvom týchto nákladov),
- primárnym výsledkom hodnoty tejto firmy je stanovenie prevádzkovej, resp. **výslednej hodnoty firmy ako celku.** [19]

Metóda FCFE na rozdiel od predchádzajúcej:

- rešpektuje v peňažných tokoch plánovanú kapitálovú štruktúru firmy (súčasťou výdajov voľných peňažných tokov sú aj nákladové úroky, splátky úveru...),
- ako diskontnú sadzbu uplatňuje náklady vlastného kapitálu
- a primárnym výsledkom tejto metódy je prevádzková, resp. **výsledná hodnota vlastného kapitálu firmy.** [19]

Free Cash Flow vypočítame ako:

korigovaný prevádzkový VH pred zdanením
- upravená daň z príjmu
<hr/>
= korigovaný prevádzkový VH po zdanení
+ odpisy
+ ostatné náklady započítané v prevádzkovom VH
<hr/>
= predbežný prevádzkový peňažný tok
- investície do prevádzkovo nutného kapitálu
- investície do prevádzkovo nutného DHM
<hr/>
= voľný peňažný tok (FCF)

Hodnoty voľného peňažného toku v jednotlivých rokoch plánu sú uvedené v prílohe P III. a P IV.

Prepočet podľa metódy diskontovaného voľného cash flow prebieha v dvoch fázach:

1. určíme celkovú hodnotu podniku, ktorá sa vypočíta ako súčet vlastného a cudzieho úročeného kapitálu,
2. vypočítame hodnotu vlastného kapitálu tak, že celkovú hodnotu znížime o hodnotu úročených dlhov ku dňu ocenenia. [9]

Prvá fáza zahŕňa obdobie, po ktoré je podnik schopný vypracovať prognózu FCFF. Druhá fáza je tvorená od konca prvej fázy do nekonečna a je označovaná ako pokračujúca hodnota (PH). Pre druhú fázu je predpokladaný trvalý a stabilný rast. Hodnotu podniku v prípade dvojfázovej metódy počítame pomocou nasledujúceho vzorca:

$$\text{Hodnota podniku} = \sum \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g_n)} (1+WACC)^{-n}$$

FCFF voľný peňažný tok do firmy v čase *t*

WACC vážené priemerné náklady na kapitál

n počet období

g_n tempo rastu udržateľné do nekonečna [19]

Pre potreby FCFF, FCFE a EVA bol vypočítaný prevádzkovo nutný investovaný kapitál, korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia a ocenenie neprevádzkových aktív. Do prevádzkovo nutného majetku a operatívne zisku je zahrnutý majetok obstaraný prostredníctvom finančného leasingu. Výpočty sú uvedené v prílohe P II.

11.2.1 Ocenenie metódou FCFF (Free Cash Flow to the Firm)

Metóda diskontovaného FCFF je založená na budúcom voľnom peňažnom toku pre vlastníkov i veriteľov, ktorý vychádza z budúceho korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia pred zdanením. Metóda je založená na strategickom finančnom pláne, vychádza z bežných cien a počíta s diskontnou mierou na úrovni WACC 9,39 %.

Hodnotu 1. fázy tvorí súčet diskontovaného peňažného toku za plánovacie obdobie. Platí:

$$H_1 = DPT_1 + DPT_2 + \dots + DPT_n$$

H_1 hodnota prvej fázy

DPT_i FCF i -tého roku plánovacieho obdobia, diskontovaný k počiatku obdobia

n dĺžka plánovacieho obdobia

Hodnota 1. fázy v prípade oceňovaného podniku Gascentrum, s. r. o. je 1 339 tis. Sk.

- **Hodnota 2. fázy z perpetuity**

Perpetuita predstavuje súčet nekonečne dlhej rady peňažného toku 2. fázy diskontovaného k počiatku tejto fázy. Túto perpetuitu je potrebné previesť na súčasnú hodnotu pre násobným diskontným faktorom posledného roku plánovacieho obdobia. Stanovíme ju podľa vzťahu:

$$P = \frac{PT_{n+1}}{r_2 - g_2}$$

P perpetuita

PT_{n+1} voľný peňažný tok v 1. roku 2. fázy

r_2 diskontná sadzba (WACC) 2. fázy

g_2 tempo rastu voľného peňažného toku v 2. fázy [19]

Tab. 38: Hodnota firmy pomocou FCFF z perpetuit v tis. Sk

[vlastné spracovanie]

Hodnota 2. fázy z perpetuity		
Voľný peňažný tok v roku 2012	tis.Sk	558
Zadaný voľný peňažný tok v roku 2013	tis.Sk	558
Zadané tempo rastu VPT v 2. fáze	%	3,00
Hodnota 1. fáze	tis.Sk	1 339
Hodnota 2. fáze	tis.Sk	5 350
Prevádzková hodnota firmy	tis.Sk	6 689
Výsledná hodnota firmy	tis.Sk	6 857
Hodnota vlastného kapitálu	tis.sk	6 792

Hodnota firmy Gascentrum, s. r. o. k 01.01.2008 počítaná z perpetuit je vo výške 6 857 tisíc Sk.

- **Hodnota 2. fázy z likvidačnej hodnoty**

Likvidačná hodnota by nemala zahrňovať ocenenie dlhodobého finančného majetku, ktorý nie je nevyhnutne nutný k prevádzke a ocenenie prevádzkovo nepotrebného dlhodobého majetku. Hodnotu druhej fázy sa stanoví ako súčin likvidačnej hodnoty a diskontného faktoru posledného roku plánovacieho obdobia. [19]

*Tab. 39: Hodnota firmy pomocou FCFF z likvidačnej hodnoty
[vlastné spracovanie]*

Hodnota 2. fázy z likvidačnej hodnoty		
Likvidačná hodnota	tis.Sk	23 138
Hodnota 1. fáze	tis.Sk	1 339
Hodnota 2. fáze	tis.Sk	14 178
Prevádzková hodnota firmy	tis.Sk	15 517
Výsledná hodnota firmy	tis.Sk	15 685
Hodnota vlastného kapitálu	tis.Sk	15 620

Hodnota firmy Gascentrum, s. r. o. stanovená pomocou metódy likvidačnej hodnoty je 15 685 tis. Sk.

- **Hodnota 2. fázy založená na účtovnej hodnote**

Základom pre stanovenie hodnoty je v tomto prípade účtovná hodnota firmy v poslednom roku plánovacieho obdobia, čiže roku 2012. Túto hodnotu je však potrebné korigovať o ocenenie dlhodobého finančného majetku. [19]

*Tab. 40: Hodnota firmy pomocou FCFF založená na účtovnej hodnote
[vlastné spracovanie]*

Hodnota 2. fázy založená na účtovnej hodnote firmy		
Účtovná hodnota v poslednom roku plánu	tis.Sk	23 493
Hodnota 1. fáze	tis.Sk	1 339
Hodnota 2. fáze	tis.Sk	14 395
Prevádzková hodnota firmy	tis.Sk	15 734
Výsledná hodnota firmy	tis.Sk	15 902
Hodnota vlastného kapitálu	tis.Sk	15 837

Hodnota firmy Gascentrum, s. r. o. je vypočítaná na základe metódy založenej na účtovnej hodnote vo výške 15 902 tisíc Sk.

- **Hodnota 2. fázy založená na faktorech tvorby hodnoty**

Za faktory hodnoty sa považujú tempo rastu korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia po zdanení a rentabilita čistých investícií, tj. prírastky prevádzkovo nutného investovaného kapitálu.

Rentabilita čistých investícií sa stanovuje ako pomer KPHV po zdanení v nasledujúcom roku k čistým investíciám v danom roku. Predpokladá sa pri tom, že miera investícií zostáva po celú dobu 2. fázy stabilná. [19]

Hodnota 2. fázy sa stanoví pomocou vzorca:

$$H_2 = \frac{KPHV_{n+1} * \left(1 - \frac{g_2}{RCI}\right)}{r_2 - g_2} * f_n$$

$KPHV_{n+1}$ korigovaný prevádzkový VH v 1. roku 2. fázy

RCI rentabilita čistých investícií

f_n diskontný faktor posledného roku plánovacieho obdobia [19]

Tab. 41: Hodnota firmy pomocou FCFF založená na faktorech tvorby hodnoty
[vlastné spracovanie]

Hodnota 2. fáze založená na faktorech tvorby hodnoty		
Korigovaný prerádzkový HV po zdanení v r. 2012	tis.Sk	2 315
Korigovaný prerádzkový HV po zdanení v r. 2013	tis.Sk	2 315
Priemerné tempo rastu KPHV po zdanení v období plánu	%	15,24
Zadané tempo rastu KPHV po zdanení ve 3.fázy	%	3,00
Priemerná rentabilita čistých investícií (RČI) v pláne	%	33,02
Zadaná rentabilita čistých investícií (RČI) ve 3.fázy	%	33,02
Miera čistých investícií pro 3.fázu	po diel	0,09
Hodnota 1. fáze	tis.Sk	1 339
Hodnota 2. fáze	tis.Sk	20 179
Prevádzková hodnota firmy	tis.Sk	21 518
Výsledná hodnota firmy	tis.Sk	21 686
Hodnota vlastného kapitálu	tis.Sk	21 621

Hodnota firmy stanovená pomocou modelu založeného na faktorech tvorby hodnoty je 21 686 tisíc Sk.

11.2.2 Ocenenie pomocou metódy FCFE (Free Cash Flow to the Equity)

Základom pre tržné ocenenie firmy je v tomto prípade voľný peňažný tok pre vlastníkov, ktorý predstavuje voľné prostriedky, ktoré zostanú vlastníkom firmy po úhrade všetkých výdajov a sú buď zadržané vo firme alebo vyplácané v podobe dividend, či podielov na zisku. [19]

Hodnotu firmy v 1. fázy je určená analogicky. Hodnotu 2. fázy sa určí opäť pomocou perpetuity podľa vzťahu:

$$H_2 = \frac{PT_{n+1}}{r_2 - g_2} * f_n$$

Tab. 42: Hodnota firmy pomocou FCFE v tis. Sk [vlastné spracovanie]

Hodnota 2. fáze z perpetuity	
Hodnota neprevádzkových aktív	168
Cudzí úročený kapitál	65
Voľný peňažný tok v posledného roku plánu (2012)	473
Voľný peňažný tok v 1. roku 2. fáze (2013)	473
Tempo rastu voľného peňažného toku (%) pre 2.fázu	3,00
Náklady vlastného kapitálu v 2. fáze	10,48
Hodnota 1. fáze	1 018
Hodnota 2. fáze	3 868
Prevádzková hodnota vlastného kapitálu	4 886
Výsledná hodnota vlastného kapitálu	5 054
Výsledná hodnota firmy	5 119

Výsledná hodnota vlastného kapitálu firmy Gascentrum, s. r. o. vypočítaná na základe metódy voľného peňažného toku pre vlastníkov je 5 054 tis. Sk a výsledná hodnota firmy je 5 119 tisíc Sk.

11.3 Ocenenie metódou EVA (ekonomická pridaná hodnota)

Tab. 43: Hodnota firmy pomocou ukazovateľa EVA [vlastné spracovanie]

Hodnota firmy z ekonomickej pridanej hodnoty		
Hodnota neprevádzkových aktív		168
Cudzí úročený kapitál		65
Podiel vlastného kapitálu v 2. fáze		80,00%
Náklady vlastného kapitálu v 2. fáze		10,48%
Náklady cudzieho kapitálu v 2. fáze		6,00%
Sadzba dane z príjmu v 2. fáze		16,00%
Vážené priemerné náklady kapitálu v 2. fáze		9,39%
Ekonomická pridaná hodnota v posl. roku plánu (2012)		1 186
Tempo rastu ekon. pridanej hodnoty v 2. fáze	%	3,00
Hodnota 1. fáze	tis. Sk	1 873
Hodnota 2. fáze	tis. Sk	11 713
Počiatkový investovaný kapitál	tis. Sk	6 689
Prevádzková hodnota firmy	tis. Sk	20 275
Výsledná hodnota firmy	tis. Sk	20 443
Hodnota vlastného kapitálu	tis. Sk	20 378

Metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA) je založená na budúcich EVA. Diskontná miera je stanovená ako WACC vo výške 9,39 %. Hodnota 1. fázy je 1 873 tis. Sk, čo predstavuje výšku kumulovaných diskontovaných EVA v poslednom roku plánu. Hodnota podniku 2. fázy vychádza z EVA v prvom roku 2. fázy, ktorá je delená rozdielom WACC a tempa rastu EVA a výsledok je potom násobený diskontným faktorom posledného roku plánu. Počiatkový investovaný kapitál je prevádzkovo nutný investovaný kapitál v roku 2007 vo výške 6 689 tis. Sk. Hodnota podniku 2. fázy je teda 11 713 tis. Sk a celková hodnota firmy stanovená podľa metódy ekonomickej pridanej hodnoty je **20 443 tis. Sk**.

11.4 Ocenenie metódou kapitalizovaných čistých výnosov

Podstatou tejto metódy je, že hodnota firmy, resp. jej vlastného kapitálu sa odvodzuje od trvale odnímateľného čistého výnosu. Môže pri tom ísť o trvale odnímateľný výnos minulý alebo budúci. Pre stanovenie hodnoty firmy je potrebné stanoviť trvale odnímateľný čistý výnos a to určitými úpravami korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia. Tieto úpravy zahŕňujú napr. vylúčenie mimoriadnych nákladov a výnosov, spriemerovanie nepravidelných alebo opakujúcich sa nákladových položiek atď. [19]

11.4.1 Hodnota firmy z minulého odnímateľného čistého výnosu

Pre jednotlivé roky histórie zadávame váhy, na základe ktorých sa stanoví vážený odnímateľný čistý výnos. Diskontná sadzba má povahu nákladov vlastného kapitálu vo výške 9,92%. Prevádzková hodnota vlastného kapitálu sa stanoví podľa vzťahu:

$$H_v = \frac{VO\check{C}O}{r}$$

H_v prevádzková hodnota vlastného kapitálu

$VO\check{C}V$ vážený odnímateľný čistý výnos

r diskontná sadzba [19]

Tab. 44: Kapitalizované čisté výnosy – metóda minulých výnosov

[vlastné spracovanie]

Hodnota firmy z minulých odnímateľných výnosov		
Vážený odnímateľný čistý výnos	tis. Sk	1 054
Diskontná sadzba	%	9,92
Prevádzková hodnota vlastného kapitálu	tis. Sk	10 623
Výsledná hodnota vlastného kapitálu	tis. Sk	10 791
Výsledná hodnota firmy	tis. Sk	10 856

Zvýšením prevádzkovej hodnoty vlastného kapitálu o ocenenie neprevádzkových aktív sa stanoví výsledná hodnota vlastného kapitálu. Pripočítaním cudzieho kapitálu k tejto hodnote sa stanoví výsledná hodnota firmy, ktorá je 10 856 tis. Sk. [19]

11.4.2 Hodnota firmy z plánovaného odnímateľného čistého výnosu

Jedným z predpokladov tejto metódy je, že investovanie prebieha na úrovni odpisov. Ak tomu tak nie je, je potrebné riešiť túto situáciu tak, že na výšku investícií, ktorú nepokrývajú odpisy je nutné vziať si dodatočný úver.

Prevádzková hodnota vlastného kapitálu sa opäť určí ako súčet hodnoty 1. fázy a 2. fázy. Hodnota 1. fázy sa určí analogicky ako u iných metód sčítaním diskontovaných odnímateľných čistých výnosov. Hodnota 2. fázy sa stanoví pomocou perpetuity podľa vzťahu: [19]

$$H_2 = \frac{KO\check{C}O_1}{r_2 - g_2} * f_n$$

Tab. 45: Kapitalizované čisté výnosy – metoda plánovaných výnosov

[vlastné spracovanie]

Hodnota firmy z plánovaných o d n í m a t e l ' n ý c h v ý n o s o v		
Hodnota neprevádzkových aktív	tis.Sk	168
Cudzí úročný kapitál	tis.Sk	65
Odn. čistý výnos v posl. roku plánu (2012)	tis.Sk	2 230
Tempo rastu KOČV v 2. fáze	%	3
Náklady vlastného kapitálu v 2. fáze	%	10,48
Hodnota 1. fáze	tis.Sk	4 879
Hodnota 3. fáze	tis.Sk	18 514
Prevádzková hodnota vlastného kapitálu	tis.Sk	23 392
Výsledná hodnota vlastného kapitálu	tis.Sk	23 560
Výsledná hodnota firmy	tis.Sk	23 625

Výsledná hodnota firmy Gascentrum, s. r. o. podľa metódy plánovaných kapitalizovaných výnosov je 23 625 tis. Sk.

11.5 Syntéza výsledkov ocenenie výnosovými metódami

Súhrny výsledok tržnej hodnoty ocenenia je stanovený ako vážený priemer jednotlivých tržných hodnôt firmy zistených v prechádzajúcich výpočtoch. Najväčšia váha je priradená metódam diskontovaného cash flow , pretože ocenenie spoločnosti Gascentrum, s. r. o. je založené hlavne na subjektívnom princípe.

Tab. 46: Výsledky ocenenie výnosovými metódami [vlastné spracovanie]

Metóda	Hodnota	Váha výsledku	Váha * Hodnota
Diskontované CF - FCFF			
z <u>perpetuity</u>	6 857	2	13 714
likvidačnej hodnoty	15 685	2	31 370
účtovnej hodnoty	15 902	2	31 804
na faktoroch tvorby hodnoty	21 686	2	43 372
Diskontované CF- FCFE	5 119	2	10 238
Ekonomická pridaná hodnota - EVA	20 443	1	20 443
Kapitalizácia zisku			
minulého obdobia	10 856	1	10 856
plánovaného obdobia	23 625	1	23 625
Vážený priemer výnosového ocenenia v tis. Sk			14 263

V tabuľke (Tab. 46) sú zhrnuté výsledky tržných hodnôt jednotlivých metód a k nim priradené váhy podľa spomenutých kritérií.

Výsledná hodnota spoločnosti Gascentrum, s. r. o. stanovená k 01.01. 2008 bola vyčíslená vo výške 14 263 tisíc Sk.

ZÁVER

Cieľom diplomovej práce s názvom „Projekt stanovenia hodnoty podniku Gascentrum, s. r. o. výnosovými metódami.“ bolo určenie tržnej hodnoty spoločnosti Gascetnrnum, s. r. o.

V analytickej časti práce bola po krátkej charakteristike firmy Gascentrum, s. r. o. spracovaná PEST analýza makro prostredia, ďalej strategická analýza relatívneho trhu a konkurenčnej schopnosti analyzovanej spoločnosti. Na základe prevedených analýz môžeme odvetvie za relatívny trh hodnotiť, až na súčasnosť, ako odvetvie stabilné s potenciálom rastu a veľkými príležitosťami, ale aj s výraznou konkurenčnou intenzitou. Analýzou priamych a nepriamych faktorov je konkurenčná sila oceňovaného podniku ohodnotená vo výške 65 %, čo je nad priemerom konkurentov. Danému poznatku odpovedá aj relatívne stály podiel spoločnosti na trhu v posledných piatich sledovaných rokoch. Prvá polovica praktickej časti je zakončená finančnou analýzou spoločnosti. Celkovo môžeme spoločnosť Gascentrum, s. r. o. hodnotiť ako finančne zdravý podnik, s priaznivými výsledkami takmer vo všetkých ukazovateľoch finančnej stability. Ani v jednom zo sledovaných období firma nevykazuje silné finančné problémy a nespeje k bankrotu. Ukazovatele rentability sú až na rok 2004, v ktorom firma dosiahla stratu, kladné a pomerne vysoké. Rentabilita vlastného kapitálu je najvyššia v roku 2003, kedy dosahuje hodnotu takmer 75 %, čo bolo spôsobené nízkou hodnotou vlastného kapitálu a pozitívnym pôsobením finančnej páky. Ukazovatele zadlženosti vypovedajú prekročením doporučených hodnôt o jej vysokej zadlženosti. Dôvodom je významný pomer krátkodobých cudzích zdrojov na celkových pasívach. Keďže najväčší podiel na týchto záväzkoch majú záväzky voči spoločníkom bolo by vhodné, previesť tieto pôžičky od spoločníkov do základného kapitálu, čo by mohlo daný problém vyriešiť. Zlaté bilančné pravidlo financovania je naplnené iba v rokoch 2004, 2005 a 2007. Ukazovateľ obratu celkových aktív sa udržuje na stabilnej úrovni. Firma dosahuje z koruny vloženého majetku viac ako dve koruny tržieb, prípadne výnosov. Z analýzy rozdielových ukazovateľov stojí za zmienku, že malá časť obežných aktív je financovaná dlhodobými zdrojmi. Podnik teda preferuje konzervatívnu stratégiu financovania, čo mu však prináša vyššie náklady v tejto oblasti.

Zo strategickej a podrobnej finančnej analýzy je zrejmé, že podnik splňuje predpoklad neobmedzené trvania podniku, tzv. „going concern“, ktorý je základnou podmienkou pre použitie výnosových metód oceňovania.

V projektovej časti práce bol navrhnutý strategický finančný plán pre päťročné obdobie. Na základe prognóz makroekonomických ukazovateľov Ministerstva financií SR ako aj prevedených analýz boli stanovené tempa rastu jednotlivých výnosových a nákladových položiek, ktoré predstavujú podstatu finančného plánu.

K stanoveniu súhrnnej hodnoty spoločnosti boli použité metódy diskontovaného voľného peňažného toku pre vlastníkov a veriteľov, metódy diskontovaného cash flow pre vlastníkov, ďalej metóda ekonomickej pridanej hodnoty a nakoniec metódy kapitalizovaných čistých výnosov. Výsledná hodnota firmy je nakoniec stanovená ako vážený priemer predchádzajúcich výnosových metód.

Pre spracovanie strategického finančného plánu a finančnej analýzy bol využitý software Stratex R, tj. program pre dlhodobé finančné plánovanie a hodnotenie investičného projektu. Ocenenie spoločnosti bolo prevedené pomocou software Evalent, tj. systém pre stanovenie hodnoty podniku.

Tržná hodnota spoločnosti Gascentrum, s. r. o. bola stanovená výnosovými metódami k 01. 01. 2008 vo výške 14 263 tisíc Sk.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

- [1] GEISERICH, E. TICHÝ. *Oceňování podniku. Základy-metody-praxe*. 1. vyd. Praha: Linde nakladatelství s. r. o., 1991. 150 s. ISBN
- [2] KISLINGEROVÁ, E., *Oceňování podniku*. 2. přeprac. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [3] MAŘÍK, M. a kol., *Metody oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Tiskárny Havlíčkův Brod, a. s., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [4] MAŘÍK, M., *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [5] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I., *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a. s., 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [6] PAVELKOVÁ, D., *Řízení podnikových financí*. 3. vyd. Zlín: UTB, 2001. 213 s. ISBN 80-7381-020-0.
- [7] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: Linde nakladatelství s. r. o., 2005. 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [8] SEDLÁČKOVÁ, H., BUCHTA, K., *Strategická analýza*. 2. přeprac. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [9] LAMAČKOVÁ, L., *Projekt ocenění podniku Cemmac, a. s. výnosovými metodami*. Zlín: 2006. 121 s. Diplomová práce na Fakultě managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně. Vedoucí diplomové práce doc. Dr. Ing. Draho-míra Pavelková.

Seriálové publikácie:

- [10] *Ročenka slovenského stavebníctva 2008*. Ministerstvo výstavby a regionálneho rozvoja Slovenskej republiky. Bratislava, 2008 -.
- [11] *Krátkodobá predikci vývoja slovenskej ekonomiky v 1. polroku 2009*. HALUŠKA, J., Bratislava: INFOSTAV, 2009-.
- [12] *Makroekonomické prognózy MFSF na roky 2009 – 2012*. Ministerstvo financi Slovenskej republiky. Bratislava, 2009-.

Elektronické zdroje:

- [13] *Damodaran Online* [online]: [cit. 2009-01-03] Dostupný z
<<http://damodaran.com>>.
- [14] *Štatistický úrad SR* [online]: [cit. 2009-12-04] Dostupný z
<<http://portal.statistic.sk>>.
- [15] *Zväz stavebných podnikateľov Slovenska* [online] : [cit. 2009-12-04] Do-
stupný z <<http://www.zsps.sk>>.

Ostatné zdroje:

- [16] *Interný materiál spoločnosti Gascentrum, s. r. o.*
- [17] *Případová studie Ocenění podniku*. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíne Fakulta
ekonomiky a managementu. Zlín. 2006
- [18] *Prednášky do predmetu Ocenění podniku*. FOJTÍK, L., Zlín. 2008
- [19] *Évalent uživatelská příručka*. Valex. Praha, 2008-.

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

APV	upravená súčasná hodnota
CF	Cash Flow
$\check{C}V_t$	odhad odnímateľného čistého výnosy pre rok t prognózy
D	cudzie zdroje
DCF	diskontovaný cash flow
DDM	dividend discount model
DPT	FCF i-tého roku plánovacieho obdobia, diskontovaný k počiatku obdobia
E	vlastný kapitál
e_z	trvale dosiahnuteľný zisk odvodený od minulého, resp. budúceho vývoja
EBIT	prevádzkový zisk pred zdanením
EVA	ekonomická pridaná hodnota
FCFE	Free cash flow to the Equity
FCFF	Free cash flow to the Firm
g_n	tempo rastu udržateľné do nekonečna
HDP	hrubý domáci produkt
H_n	hodnota podniku netto
H_v	prevádzková hodnota vlastného kapitálu
i_k	kalkulovaná úroková miera
IRR	vnútorné výnosové percento
KOČV	korigovaný odnímateľný čistý výnos
LH	likvidačná hodnota
KPHV	korigovaný prevádzkový VH
L_T	likvidačná hodnota podniku na konci roku T
NOA	čisté operatívne aktíva

NOPAT	zisk z operačnej činnosti podniku po zdanení
N_{vk}	náklady vlastného kapitálu
ODP	odpisy
P	perpetuita
PT_{n+1}	voľný peňažný tok v 1. roku 2. fázy
r	diskontná miera odrážajúca rizikovosť peňažného toku v čitateli
r_a	požadovaný výnos nezadlženého podniku
r_d	úrok
r_e	náklady na vlastný kapitál
r_f	bezriziková výnosová miera
RCI	rentabilita čistých investícií
RP	riziková prémie kapitálového trhu
SR	Slovenská republika
t	sadzba dane z príjmu
T	sadzba dane z príjmu
TČ	trvale odnímateľný čistý výnos
VH	výsledok hospodárenia
V_L	hodnota zadlženého podniku
V_u	hodnota podniku plne financovaného vlastným kapitálom
VOČV	vážený odnímateľný čistý výnos
X_t	hrubý zisk
WACC	Vážené priemerné náklady na kapitál

ZOZNAM OBRÁZKOV

<i>Obr. 1: Postup stanovenia hodnoty podniku [8]</i>	21
<i>Obr. 2: Modely DCF z pohľadu budúcich výnosov a vypovedajúcej schopnosti výslednej hodnoty [2]</i>	29
<i>Obr. 3: Základné tvary modelu DCF [2]</i>	32
<i>Obr. 4: Definícia priemerných nákladov na kapitál podniku WACC [2]</i>	35
<i>Obr. 5: Kalkulovaná úroková miera pre paušálnu metódu [1]</i>	39
<i>Obr. 6: Dopady úprav do NOPAT [1]</i>	40
<i>Obr. 7: Vývoj stavebnej produkcie v SR v rokoch 2000 – 2007 [9]</i>	50
<i>Obr. 8 : Organizačná štruktúra Gascentrum, s. r. o. [vlastné spracovanie]</i>	55

ZOZNAM TABULIEK

<i>Tab. 1: Pravidlá porovnania výnosov a diskontnej miery [2]</i>	35
<i>Tab. 2: Prognóza vývoja vybraných ukazovateľov na 1. polrok 2009 [9]</i>	47
<i>Tab. 3: Vývoj podielu stavebníctva na tvorbe HDP a celkovej zamestnanosti v hospodárstve SR v rokoch 2001 – 2007 v % [9]</i>	49
<i>Tab. 4: Vývoj základných ukazovateľov v odvetví stavebníctva SR ako celku v rokoch 2001 – 2007 [9]</i>	50
<i>Tab. 5: Vývoj tržieb relatívneho trhu v rokoch 2005 – 2012</i>	52
<i>Tab. 6: Profil konkurenčnej sily Gascentrum, s. r. o. [vlastné spracovanie]</i>	53
<i>Tab. 7: Percentuálny rozbor majetkovej a finančnej štruktúry</i>	57
<i>Tab. 8: Vývojové položky majetkovej a finančnej štruktúry [vlastné spracovanie]</i>	58
<i>Tab. 9: Percentuálny rozbor výnosov a nákladov [vlastné spracovanie]</i>	59
<i>Tab. 10: Vývojové položky výnosov a nákladov [vlastné spracovanie]</i>	59
<i>Tab. 11: Vývoj výsledku hospodárenia 2003 – 2007 [vlastné spracovanie]</i>	60
<i>Tab. 12: Vývoj ČPK za roky 2003 - 2007 [vlastné spracovanie]</i>	62
<i>Tab. 13: Ukazovatele zadlženosti, finančnej a kapitálovej štruktúry</i>	62
<i>Tab. 14: Vývoj rentability v rokoch 2003 – 2007 [vlastné spracovanie]</i>	65
<i>Tab. 15: Multiplikátor firmy v rokoch 2003 – 2007</i>	66
<i>Tab. 16: Vývoj výnosových položiek a ich temp rastu v rokoch 2008 – 2012</i>	71
<i>Tab. 17: Tempa rastu vybraných položiek na roky 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]</i>	71
<i>Tab. 18: Vývoj nákladov na predaný tovar v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]</i>	72
<i>Tab. 19: Vývoj miezd pre roky 2008 - 2012 [vlastné spracovanie]</i>	72
<i>Tab. 20: Vývoj odpisov a investičných výdajov na roky 2008 – 2012</i>	73
<i>Tab. 21: Vývoj dane z príjmu na roky 2008 - 2012 [vlastné spracovanie]</i>	74
<i>Tab. 22: Vývoj produktivity v rokoch 2008 - 2012 [vlastné spracovanie]</i>	75
<i>Tab. 23: Ukazovatele obratu v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]</i>	76
<i>Tab. 24: Rentabilita firmy v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]</i>	76
<i>Tab. 25: Vývoj likvidity v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]</i>	76
<i>Tab. 26: Ukazovatele zadlženosti v rokoch 2008 – 2012 [vlastné spracovanie]</i>	77
<i>Tab. 27: Prognóza a skutočnosť výnosnosti štátnych dlhopisov [7]</i>	79

Tab. 28: Spoločné vstupy pre modely N_{vk} [vlastné spracovanie]	80
Tab. 29: Znalosť β koeficientu pri nulovom zadžení	80
Tab. 30: Model CAPM s β podľa obchodného a finančného rizika	81
Tab. 31: Model CAPM s expertným odhadom β koeficientu [vlastné spracovanie]	82
Tab. 32: Pomocné veličiny modelu INFA [vlastné spracovanie]	82
Tab. 33: Model INFA [vlastné spracovanie]	82
Tab. 34: Komplexná stavebnicová metóda I. [vlastné spracovanie]	83
Tab. 35: Komplexná stavebnicová metóda II. [vlastné spracovanie]	83
Tab. 36: Vážený priemer nákladov vlastného kapitálu [vlastné spracovanie]	83
Tab. 37: Vážené priemerné náklady kapitálu [vlastné spracovanie]	84
Tab. 38: Hodnota firmy pomocou FCFF z perpetuit v tis. Sk	87
Tab. 39: Hodnota firmy pomocou FCFF z likvidačnej hodnoty	88
Tab. 40: Hodnota firmy pomocou FCFF založená na účtovnej hodnote	88
Tab. 41: Hodnota firmy pomocou FCFF založená na faktoroch tvorby hodnoty [vlastné spracovanie]	89
Tab. 42: Hodnota firmy pomocou FCFE v tis. Sk [vlastné spracovanie]	90
Tab. 43: Hodnota firmy pomocou ukazovateľa EVA [vlastné spracovanie]	90
Tab. 44: Kapitalizované čisté výnosy – metóda minulých výnosov	92
Tab. 45: Kapitalizované čisté výnosy – metóda plánovaných výnosov	93
Tab. 46: Výsledky ocenenie výnosovými metodami [vlastné spracovanie]	93

ZOZNAM PRÍLOH

Příloha P I: Altmanovo Z – skóre, Index IN01	105
Příloha P II: Korekcia VH, prevádzkovo nutný investovaný kapitál, Nprevádzkové aktíva	106
Příloha P III: Voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov	107
Příloha P IV: Voľný peňažný tok pre vlastníkov	108
Příloha P V: Výkaz zisku a strát	109
Příloha P VI: plánovaný výkaz zisku a strát	111
Příloha P VII: Súvaha	113
Příloha p VIII: plánovaná súvaha.....	115

PŘÍLOHA P I: ALTMANOVO Z – SKÓRE, INDEX IN01

Altmanovo Z-skóre - Gascentrum, s. r. o.					
	2003	2004	2005	2006	2007
0,717xČPK/A	0,03342007	0,35671108	0,433418	-0,1355	0,103296
0,847xČZ/A	0,06983173	-0,0091804	0,042612	0,07121	0,032867
3,107xEBIT/A	2,65560859	-0,0883728	1,467496	2,21331	0,174125
0,420xVK/CZ	0,05217616	0,08286858	0,083478	0,17383	0,302878
0,998xT/A	2,2954	2,0958	1,6966	2,3952	2,112847
Z-skóre	5,10643655	2,4378265	3,723604	4,71808	2,726012

□

Výpočet indexu IN01 - Gascentrum, s. r. o.					
	2003	2004	2005	2006	2007
0,13xA/CK	0,14623368	0,15572867	0,155872	0,17972	0,22398
0,04xEBIT/NU	x	-0,0456	0,518904	0,37854	0,350476
3,92xEBIT/A	3,35049426	-0,111497	1,851491	2,79246	0,219688
0,21xV/A	0,48056431	0,47228728	0,336084	0,45879	0,457763
0,09xOA/(KZ+KBU)	0,09501639	0,10204915	0,09935	0,08612	0,115528
Index IN01	4,07230864	0,57296809	2,961701	3,89565	1,367435

**PŘÍLOHA P II: KOREKCIA VH, PREVÁDZKOVO NUTNÝ
INVESTOVANÝ KAPITÁL, NEPREVÁDZKOVÉ AKTÍVA**

Korekcia prevádzkového HV	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Prevádz. hospodársky výsledok (HV)	1 133	1 616	433	1 323	2 219	2 741
Náklady spojené s dlhodobými záväzkami (mimo úrok)	65	65	65	65	65	65
Výnosy z prevádz. nepotrebného majetku	8	8	8	8	8	8
Náklady spojené s prevádz. nepotr. Majetku bez odpisov	216	60	60	60	60	60
Korigovaný prevádz. HV pred zdanením	1 406	1 733	550	1 440	2 336	2 858

Ocenenie neprevádzkových aktív k dátumu ocenenia (v tis. Sk)	
Prevádzkovo nepotrebný dlhodobý majetok	355
Pohľadávky krátkodobé nesúvisiace s hlavnou činnosťou	156
Hodnota neprevádzkových aktív celkom	511
Závázky krátkodobé neúročené - nesúvisiace s hl. činnosťou	343
Korigovaná hodnota neprevádzkových aktív	168
	168

Prevádzkovo nutný investovaný kapitál	
Zásoby	1 536
Pohľadávky krátkodobé	8 690
Pohľadávky <u>krátk.</u> nesúvisiace s hlavnou činnosťou	156
Finanční majetok podľa zadané minimálnej OL	477
Finanční majetok z finančného plánu	477
Finanční majetok prevádzkovo nutný	477
Minimálna okamžitá likvidita (OL) výsledná	5,72
Závázky krátkodobé, neúročené a nespoplatnené	8 338
Závázky <u>krátk.</u> , neúročené - nesúvisiace s hl. činnosťou	343
Čistý pracovný kapitál	2 552
Dlhodobý hmotný majetok	5 611
Dlhodobý majetok nepotrebný k hlavni činnosti firmy	349
Pozemok	6
Nedokončený DHM	343
Prevádzkovo nutný dlhodobý majetok	5 262
Dlhodobé záväzky - neúročené, nespoplatnené	1 125
Prevádzkovo nutný investovaný kapitál	6 689
Čisté investície	3 365
Priemerná hodnota investovaného kapitálu	5 007

PŘÍLOHA PIII: VOLNÝ PEŇAŽNÝ TOK PRE VLASTNÍKOV A VERITEĽOV

Volný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov (Free Cash Flow to the Firm)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Korigovaný prevádzkový HV pred zdanením	1 406	1 733	550	1 440	2 336	2 858
Zdanenie korigovaného prevádzkového HV	267	329	104	274	444	543
Korigovaný prevádzkový HV po zdanení	1 139	1 403	445	1 166	1 892	2 315
Úpravy o nepeňažné operácie celkom	1 473	1 392	1 331	1 396	1 328	1 470
Odpisy stálych aktív bez odpisov prevádzkovo nepotrebných aktív	1 503	1 369	1 396	1 461	1 393	1 535
Zmena zostatkov časového rozlíšenia a dohadných účtov	-30	23	-65	-65	-65	-65
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti pred zmenami prac. kap.	2 612	2 795	1 776	2 562	3 220	3 785
Zmeny pracovného kapitálu	-2 931	-2 496	-1 217	-20	-1 958	-2 301
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti	-319	299	559	2 542	1 263	1 483
Zmena prevádzkovo nutných stálych aktív	-3 009	-106	-100	-2 320	-850	-925
Volný peňažný tok	-3 328	193	459	222	413	558
Volný peňažný tok použitý pre ocenenie	-3 328	193	459	222	413	558
Diskontovaný volný peňažný tok	-3 328	175	377	166	279	342
Kumulovaný diskontovaný volný peňažný tok	-3 328	175	552	718	997	1 339
Diskontný faktor	1,000	0,907	0,821	0,745	0,676	0,613
Vážené priemerné náklady kapitálu	10,6%	10,2%	10,5%	10,2%	10,3%	10,3%

PRÍLOHA P IV: VOĽNÝ PEŇAŽNÝ TOK PRE VLASTNÍKOV

Voľný peňažný tok pre vlastníkov (Free Cash Flow to the Equity)						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Korigovaný prevádzkový HV pred zdanením	1 406	1 733	550	1 440	2 336	2 858
Nákladové úroky	105	105	105	105	105	105
Korigovaný prevádzkový HV pred zdanením	1 301	1 628	445	1 335	2 231	2 753
Zdanenie korigovaného zisku	247	309	84	254	424	523
Korigovaný prevádzkový HV po zdanení	1 054	1 318	360	1 081	1 807	2 230
Úpravy o nepeňažné operácie	1 473	1 392	1 331	1 396	1 328	1 470
Odpisy stálych aktív bez odpisov prevádzkovo nepotrebných aktív	1 503	1 369	1 396	1 461	1 393	1 535
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti pred zmenami prac. kap.	2 527	2 710	1 691	2 477	3 135	3 700
Zmeny pracovného kapitálu	-2 931	-2 496	-1 217	-20	-1 958	-2 301
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti	-404	214	474	2 457	1 178	1 398
Zmena prevádzkovo nutných stálych aktív	-3 009	-106	-100	-2 320	-850	-925
Voľný peňažný tok z prevádzkovej a investičnej činnosti	-3 413	108	374	137	328	473
Zmena cudzieho úročeného kapitálu	65	0	0	0	0	0
Voľný peňažný tok pre vlastníkov	-3 348	108	374	137	328	473
Voľný peňažný tok pre vlastníkov použitý pre ocenenie	-3 348	108	374	137	328	473
Diskontovaný voľný peňažný tok	-3 348	98	307	102	221	289
Kumulovaný diskontovaný voľný peňažný tok	-3 348	98	405	507	728	1 018
Diskontný faktor	1,000	0,907	0,821	0,744	0,675	0,612
Náklady vlastného kapitálu	10,64%	10,26%	10,53%	10,26%	10,31%	10,31%

PŘÍLOHA P V: VÝKAZ ZISKU A STRÁT

	2003	2004	2005	2006	2007
Tržby za prodej zboží	1 965	1 412	2 635	4 751	2 684
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 780	10 761	12 463	15 788	20 177
Obchodní marže	185	-9 349	-9 828	-11 037	-17 493
Výkony	33 911	20 262	19 786	24 888	32 106
Tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	34 376	19 072	20 942	24 888	32 106
Změna stavu vnitropod. zásob vl. výroby	-465	1 156	-1 156		0
Aktivace		34			0
Výkonová spotřeba	26 281	6 191	5 614	7 395	6 649
Spotřeba materiálu a energie	22 412	1 924	2 165	2 226	3 037
- přímý materiál a energie					
- ostatní materiál a energie	22 412	1 924	2 165	2 226	3 037
Služby	3 869	4 267	3 449	5 169	3 612
- ostatní služby	3 869	4 267	3 449	5 169	3 612
Přidaná hodnota	7 815	4 722	4 344	6 456	7 964
Osobní náklady	4 680	3 856	2 981	3 808	6 201
Mzdové náklady	4 680	2 908	2 181	2 629	4 052
Mzdové náklady přímé	3 182	1 977	1 592	1 972	2 998
Mzdové náklady ostatní	1 498	931	589	657	1 054
Náklady na sociální zabezpečení		762	638	904	1 722
Sociální náklady		186	162	275	427
Daně a poplatky	57	74	49	74	57
Odpisy dlouhodobého majetku (DM)	477	567	427	883	1 503
Odpisy DM hmotného - samostat. movité věci	477	567	427	883	1 503
Odpisy ostatního DM hmotného					0
Zúčtování rezerv a čas.rozliš.prov.výnosů		522			0
- zúčtování zákonných rezerv					
- zúčtování ostatních rezerv					0
- časové rozlišení provozních výnosů					
Tvorba rezerv a čas.rozliš.prov.nákladů				210	0
Zúčtování oprav.položek do prov.výnosů			98		0
Ostatní provozní výnosy	13	1	3	98	950
Ostatní provozní náklady	24	188	30	127	20
- odpis pohledávek a zásob					
- jiné provozní náklady	24	188	30	127	20
Převod provozních výnosů					
Převod provozních nákladů					

Provozní výsledek hospodaření	2 590	560	958	1 452	1 133
Tvorba a zúčtování rezerv na finanční náklady	697	577			0
- tvorba a zúčtování rezerv na kurzové ztráty (+ -)					
- tvorba a zúčtování ostatních rezerv (+ -)					
Zúčtování oprav.položek do finančních výnosů					0
Zúčtování oprav.položek do finančních nákladů			3	10	0
Výnosové úroky		5	2	2	4
- úroky z běžných účtů					
- úroky z půjček podnikům ve skupině a jiným podn.					0
- ostatní výnosové úroky		5	2	2	4
Nákladové úroky		50	73	151	105
Ostatní finanční výnosy	10				4
Ostatní finanční náklady	191	45	10	15	28
Finanční výsledek hospodaření	-878	-667	-84	-174	-125
Daň z příjmů za běžnou činnost	419		166	249	178
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	419		166	249	178
Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená					0
Výsledek hospodářský za běžnou činnost	1 293	-107	708	1 029	830
Mimořádné výnosy					
Mimořádné náklady					156
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	-156
Převod podílu na výsl.hosp. společníkům					
Výsledek hospodaření za účetní období	1 293	-107	708	1 029	674
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 712	-107	874	1 278	852

PRÍLOHA P VI: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A STRÁT

	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	3 167	2 977	3 373	3 737	4 066
Náklady vynaložené na prodané zboží	24 132	22 684	25 701	28 476	30 982
Obchodní marže	-20 965	-19 707	-22 328	-24 739	-26 916
Výkony	38 399	35 711	40 460	44 830	48 775
Tržby za prodej vlast.výrobků a služeb	38 399	35 711	40 460	44 830	48 775
Tržby za pro. vlast.výr. a služ. bez posk. leas	38 399	35 711	40 460	44 830	48 775
Výkonová spotřeba	8 019	7 518	8 456	9 327	10 115
Spotřeba materiálu a energie	3 718	3 505	3 923	4 312	4 666
- přímý materiál a energie	2 179	2 027	2 296	2 544	2 768
- ostatní materiál a energie	1 539	1 479	1 627	1 768	1 898
Služby	4 301	4 012	4 533	5 015	5 449
- ostatní služby	4 301	4 012	4 533	5 015	5 449
Přidaná hodnota	9 415	8 486	9 676	10 764	11 744
Osobní náklady	7 317	7 559	7 808	8 081	8 413
Mzdové náklady	4 781	4 939	5 102	5 281	5 497
Mzdové náklady přímé	1 339	1 383	1 429	1 479	1 540
Mzdové náklady ostatní	3 442	3 556	3 673	3 802	3 957
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
Náklady na sociální zabezpečení	2 032	2 099	2 168	2 244	2 336
Sociální náklady	504	520	538	556	579
Daně a poplatky	57	57	57	57	57
Odpisy dlouhodobého majetku (DM)	1 369	1 396	1 461	1 393	1 535
Odpisy DM hmotného - samostat. movité věci	1 369	1 396	1 461	1 393	1 535
Ostatní provozní výnosy	964	979	993	1 008	1 023
Ostatní provozní náklady	20	21	21	21	22
- odpis pohledávek a zásob	0	0	0	0	0
- jiné provozní náklady	20	21	21	21	22
Provozní výsledek hospodaření	1 616	433	1 323	2 219	2 741
Výnosové úroky	4	4	4	4	4
- úroky z běžných účtů	4	4	4	4	4
Nákladové úroky	105	105	105	105	105
Ostatní finanční výnosy	4	4	4	4	4
Ostatní finanční náklady	28	28	28	28	28
Finanční výsledek hospodaření	-125	-125	-125	-125	-125
Daň z příjmů za běžnou činnost	308	84	254	426	526
Daň z příjmů za běžnou činnost - splatná	308	84	254	426	526

Daň z příjmů za běžnou činnost - odložená	0	0	0	0	0
Výsledek hospodářský za běžnou činnost	1 183	224	944	1 669	2 090
Výsledek hospodaření za účetní období	1 183	224	944	1 669	2 090
Výsledek hospodaření před zdaněním	1 491	308	1 198	2 094	2 616

PRÍLOHA P VII: SÚVAHA

	2003	2004	2005	2006	2007
AKTIVA CELKEM	15 683	9 872	14 073	12 239	16 453
Pohľadávky za upsaný vlastný kapitál					
Stálá aktiva	1 794	1 379	1 139	3 756	5 611
Dlhodobý nehmotný majetek	60	20	0	0	0
Software	60	20			0
Dlhodobý hmotný majetek	1 734	1 359	1 139	3 756	5 611
Pozemky	6	6	6	6	6
Stavby	148	136	136	136	136
Samostatné movité veci a soubory movitých vecí	1 284	880	654	3 271	5 126
Nedokončený dlhodobý hmotný majetek	296	337	343	343	343
Oběžná aktiva	13 846	8 444	12 876	8 421	10 703
Zásoby	1 044	2 211	1 472	1 686	1 536
Materiál					0
Nedokončená výroba a polotovary		1 156			0
Výrobky					
Zvířata					
Zboží	1 044	1 055	1 472	1 686	1 532
Poskytnuté zálohy na zásoby					4
Krátkodobé pohľadávky	6 543	2 891	7 197	6 553	8 690
Pohľadávky z obchodního styku	6 543	2 891	7 197	6 553	8 690
- z poskytnutého leasingu					
- z obchodního styku mimo posk. leas.	6 543	2 891	7 197	6 553	8 690
Finanční majetek	6 259	3 342	4 207	182	477
Peníze	5 213	2 807		8	98
Účty v bankách	1 046	535	4 207	174	379
Ostatní aktiva - přechod.účty aktiv	43	49	58	62	139
Časové rozlišení	43	49	58	62	139
Náklady příštích období	43	49	58	62	81
Příjmy příštích období					58
PASIVA CELKEM	15 683	9 872	14 073	12 239	16 453
Vlastní kapitál	1 732	1 626	2 333	3 362	6 854
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Fondy ze zisku	14	44	44	44	44
Zákonný rezervní fond	14	24	24	24	24
Nedělitelný fond		20	20	20	20

Statutární a ostatní fondy					
Výsledek hospodaření minulých let	225	1 489	1 381	2 089	5 936
Nerozdělený zisk minulých let	472	1 736	1 736	2 444	6 291
Neuhrazená ztráta minulých let	-247	-247	-355	-355	-355
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	1 293	-107	708	1 029	674
Cizí zdroje	13 942	8 241	11 737	8 853	9 528
Rezervy	801	753	0	0	0
Rezervy zákonné	697	753			0
Ostatní rezervy	104				0
Odložený daňový závazek (pohledávka -)					0
Dlouhodobé závazky	26	41	40	53	1 190
Dlouhodobé přijaté zálohy	26	41	40	53	1 190
- z poskytnutého leasingu					
- z ostatních činností	26	41	40	53	1 190
Krátkodobé závazky	13 115	7 447	11 697	8 800	8 338
Závazky z obchodního styku	3 587	1 874	5 096	1 231	3 083
Závazky ke společníkům a sdružení	8 090	5 626	6 117	7 186	4 318
Závazky k zaměstnancům	884	294	294	237	780
Závazky ze sociálního zabezpečení	127	88	113	139	309
Stát - daňové závazky a dotace	414	-444	77	7	-152
Jiné závazky	13	9			
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	9	5	3	24	71
Časové rozlišení	9	5	3	24	71
Výdaje příštích období	9	5	3	24	20
Výnosy příštích období					51

PRÍLOHA P VIII: PLÁNOVANÁ SÚVAHA

	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	18 101	17 766	19 255	21 388	23 493
Stálá aktiva	3 999	2 703	3 562	3 019	2 409
Dlouhodobý hmotný majetek	3 999	2 703	3 562	3 019	2 409
Pozemky	6	6	6	6	6
Stavby	136	136	136	136	136
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3 857	2 561	3 420	2 877	2 267
Oběžná aktiva	14 037	14 933	15 498	18 108	20 758
Zásoby	1 810	1 695	1 921	2 128	2 315
Zboží	1 810	1 695	1 921	2 128	2 315
Krátkodobé pohledávky	8 660	8 219	9 132	10 118	11 009
Pohledávky z obchodního styku	8 660	8 060	9 132	10 118	11 009
- z poskytnutého leasingu					
- z obchodního styku mimo posk. leas.	8 660	8 060	9 132	10 118	11 009
Stát - daňové pohledávky a dotace	0	159	0	0	0
- pohledávka daně z příjmů	0	159	0	0	0
Finanční majetek	3 567	5 019	4 446	5 862	7 434
Peníze	103	108	113	119	125
Účty v bankách	3 464	4 911	4 332	5 743	7 309
Ostatní aktiva - přechod.účty aktiv	65	130	195	260	325
Časové rozlišení	65	130	195	260	325
Náklady příštích období	65	130	195	260	325
- finanční leasing	65	130	195	260	325
PASIVA CELKEM	18 101	17 766	19 255	21 388	23 493
Vlastní kapitál	7 902	7 888	8 832	10 312	12 068
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Základní kapitál	200	200	200	200	200
Výsledek hospodaření minulých let	6 519	7 465	7 688	8 443	9 778
Nerozdělený zisk minulých let	6 519	7 465	7 688	8 443	9 778
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného obd. (+-)	1 183	224	944	1 669	2 090
Cizí zdroje	10 179	9 858	10 403	11 056	11 405
Rezervy	0	0	0	0	0
Rezervy zákonné	0	0	0	0	0
Rezerva na kurzové ztráty					
Rezerva na daň z příjmu	0	0	0		
Ostatní rezervy	0	0	0	0	0

Odložený daňový závazek (pohledávka -)	0	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	1 190	1 190	1 190	1 190	1 190
Dlouhodobé přijaté zálohy	1 190	1 190	1 190	1 190	1 190
- z poskytnutého leasingu					
- z ostatních činností	1 190	1 190	1 190	1 190	1 190
Krátkodobé závazky	8 989	8 668	9 213	9 866	10 215
Závazky z obchodního styku	3 695	3 439	3 896	4 317	4 697
Závazky ke společníkům a sdružení	4 318	4 318	4 318	4 318	4 318
Závazky k zaměstnancům	650	672	694	718	748
Závazky ze sociálního zabezpečení	231	239	247	256	266
Stát - daňové závazky a dotace	95	0	58	257	186
- závazek daně z příjmů	95	0	58	257	186
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	20	20	20	20	20
Časové rozlišení	20	20	20	20	20
Výdaje příštích období	20	20	20	20	20