

# **Projekt stanovení hodnoty podniku Kúpele Trenčianske Teplice, a.s. využitím výnosových metod oceňování**

Bc. Eva Kačerová

---

Diplomová práce  
2010



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2009/2010

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Eva KAČEROVÁ**  
Osobní číslo: **M08385**  
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku Kúpele  
Trenčianske Teplice, a.s. využitím výnosových metod  
oceňování**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

#### I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši problematiky ocenění podniku.

#### II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnějších a vnitřních podmínek pro hospodaření podniku.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu zpracujte strategický finanční plán podniku.
- Vypracujte projekt ocenění podniku Kúpele Trenčianske Teplice, a.s. pomocí vybraných výnosových metod.

### Závěr

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

Seznam odborné literatury:

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. s 191. ISBN 80-86119-58-0.  
[2] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. s 492. ISBN 80-7179-529-1.  
[3] MAŘÍK, M. et al. Metody oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. s 492. ISBN 978-80-86929-32-3.  
[4] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. s 70. ISBN 80-86119-36-X.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Přemysl Pálka**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **29. března 2010**  
Termín odevzdání diplomové práce: **3. května 2010**

Ve Zlíně dne 29. března 2010

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*

L.S.

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby <sup>1)</sup>;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3 <sup>2)</sup>;
- podle § 60 <sup>3)</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 <sup>3)</sup> odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům.

Ve Zlíně *8.4 2010* .....

*Kačmarčíková* .....

*1) zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:*

*(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.*

*(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlížení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce požítovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.*

*(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.*

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezahrnuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užje-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě díla vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělení svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybného projevu jeho vůle a souhlasu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užití či poskytnout jménu licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložil, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlíží k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## ABSTRAKT

Diplomová práca sa zaoberá stanovením hodnoty spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. pomocou výnosových metód ocenenia. Teoretická časť pojednáva o kategóriách hodnoty podniku, odôvodnení a o podstate metód výnosových, výnosových metód či metód založených na analýze trhu. Ďalšie kapitoly sú venované postupu ocenenia, faktor rizika, ktorá sa premieta do výšky diskontného faktora. Praktická časť je zameraná na samotné ocenenie podniku, ktorému predchádza detailná finančná a strategická analýza. Na výsledkoch uskutočnených analýz je spracovaný strategický finančný plán do roku 2013, ktorý predstavuje podklad pre stanovenie hodnoty spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s.

**Kľúčové slova:** ocenenie podniku, hodnota podniku, strategická analýza, výnosové metódy ocenenia.

## ABSTRACT

The master thesis deals with the evaluation of the company Kúpele Trenčianske Teplice PLC, using the returns methods of valuation. The theoretical part describes categories of company value, the reasons for the evaluation and it deals with the essence of returns, market and asset approaches. Following chapters are devoted to the evaluation procedures, to the factors of time and risk, which is contented into evaluation by discount factor. The practical part is focused on evaluation of the company itself. The valuation is preceded by detailed financial and strategic analysis. The strategic financial plan is constructed depending on the results of financial and strategic analysis, which serves as a basis for evaluation of company Kúpele Trenčianske Teplice PLC.

**Keywords:** business valuation, company value, strategic analysis, income approaches

Naza čiatku tejto práce by som chcela poďakovať môjmu vedúcemu práce Ing. Páľkovi, za jeho snahu a ochotu odpovedať na všetky moje otázky a užitočné rady, ktoré prispeli k kvalitnej práci, tak aj za čas, ktorý mi venoval na konzultáciách.

Rovnako by som chcela poďakovať Ing. Zuzane Pilátovej za odborné vedomosti, cenné rady a príjemné jednanie.

Prehlasujem, že odovzdaná verzia diplomovej práce a verzia elektronická nahraná do IS/STAG sú totožné.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>10</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>11</b>
<b>1 OCEŇOVANIE PODNIKU</b> .....	<b>12</b>
1.1 P ODNIKAKOPREDMETOCE ŇOVANIA.....	12
1.2 H ODNOTAA CENA .....	12
1.3 D ÔVODYPREOCE ŇOVANIEPODNIKU .....	14
1.4 P OSTUPPRIOCE ŇOVANÍPODNIKU .....	14
<b>2 FAKTOR ČASU A RIZIKA</b> .....	<b>16</b>
2.1 F AKTOR ČASU .....	16
2.2 F AKTOR RIZIKA .....	16
2.2.1 Rizikospojenés podnikate ľskou činnosťou.....	16
2.2.2 Systematické a nesystematické riziko.....	17
<b>3 DISKONTNÁ MIERA PRE Ú ČELY OCENENIA</b> .....	<b>18</b>
3.1 D ISKONTNÁ MIERA A KATEGÓRIE HODNOTY .....	18
3.2 S TANOVENIE NÁKLADOV NACELKOVÝ KAPITÁL (WACC) .....	19
3.2.1 V áhyjednotlivých zložiek kapitálu .....	19
3.3 P ROBLÉMYS URČOVANÍM DISKONTNEJ SADZBY .....	20
<b>4 METÓDY ZALOŽENIA A ANALÝZY TRHU</b> .....	<b>21</b>
4.1 P OROVNANIE S PODNIKMI, U KTORÝCH JE HODNOTA ZNÁMA .....	21
4.2 O DVODENIE HODNOTY PODNIKUZ P OROVNATEĽNÝCH TRANSAKCIÍ .....	22
4.3 U RČENIE HODNOTY PODNIKUZ ÚDAJOVO PODNIKOVANÍ NA BURZE .....	22
4.4 P OROVNÁVACIE METÓDY A ICH VYUŽITIE V S LOVENSKEJ REPUBLIKE .....	22
<b>5 MAJETKOVÉ METÓDY OCENENIA</b> .....	<b>23</b>
5.1 M ETÓDA Ú ČTOVNEJ HODNOTY .....	23
5.2 M ETÓDA LIKVIDA ČNEJ HODNOTY .....	24
5.3 M ETÓDA SUBSTAN ČNEJ METÓDY .....	24
<b>6 VÝNOSOVÉ METÓDY</b> .....	<b>25</b>
6.1 M ETÓDA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW .....	25
6.1.1 Metóda DCF „entity“.....	26
6.1.1.1 Investovaný kapitál.....	26
6.1.1.2 Ur čenie CF pre potreby metódy DCF entity .....	26
6.1.2 Výpo čet metódou DCF entity .....	27
6.1.3 Metóda DCF equity .....	28
6.2 M ETÓDA KAPITALIZÁCIE ZISKU .....	29
6.2.1 Stanovenie ziskupre potreby metódy kapitaliz ácie zisku .....	29



6.2.2	Výpočet trvalého zisku .....	30
6.2.3	Výpočet hodnoty podniku.....	31
6.3	Rozdiel medzi diskontným a modelmi kapitalizáciou .....	31
6.4	Rozdiel medzi priamou a výnosovou kapitalizáciou .....	32
6.5	EVA ako nástroj oceňovania .....	32
6.5.1	Vzťah medzi ocením pomocou DCF a EVA .....	34
6.5.2	Výhody oceňovania metódou založenou na EVA .....	35
6.5.3	Postup oceňovania metódou EVA.....	35
<b>II</b>	<b>PRAKTICKÁ ČASŤ .....</b>	<b>36</b>
<b>7</b>	<b>CHARAKTERISTIKA PODNIKU.....</b>	<b>37</b>
7.1	Historia firmy .....	37
7.2	Prírodné podmienky .....	37
<b>8</b>	<b>MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>38</b>
8.1	PEST analýza .....	38
8.1.1	Politické a legislatívne prostredie.....	38
8.1.2	Ekonomické prostredie .....	39
8.1.3	Sociálne prostredie .....	42
8.1.4	Technické a technologické prostredie .....	44
8.1.5	Zhrnutie PEST analýzy.....	45
<b>9</b>	<b>RELEVANTNÝ TRH A JEHO PROGNOZA.....</b>	<b>46</b>
9.1	Relevantný trh .....	46
9.1.1	Príležitosti a hrozby relevantného trhu.....	48
9.2	Attraktivita relevantného trhu .....	49
9.3	Regionálny relevantný trh .....	51
9.3.1	Odhad vývoja relevantného trhu.....	52
<b>10</b>	<b>ANALÝZA KONKURENČNEJ SILY SPOLOČNOSTI .....</b>	<b>53</b>
10.1	Stanovenie tržného podielu Kúpeľov Trenčianske Teplice a.s. ....	53
10.2	Určenie najväčších konkurentov .....	54
10.2.1	Slovenské liečebné kúpele Piešťany a.s. ....	54
10.2.2	Kúpele Dudince a.s.....	56
10.3	Zhodnotenie konkurenčnej sily spoločnosti.....	58
10.3.1	Záver z hodnotenia konkurenčnej sily spoločnosti.....	60
<b>11</b>	<b>FINANČNÁ ANALÝZA OCEŇOVANEJ SPOLOČNOSTI .....</b>	<b>61</b>

11.1	HORIZONTÁLNA A VERTIKÁLNA ANALÝZA ROZVOHU	61
11.2	HORIZONTÁLNA A VERTIKÁLNA ANALÝZA VÝKAZU ZISKOVA STRÁT	63
11.3	ANALÝZA VÝSLEDKU HOSPODÁRENIA	64
11.4	ROZDIELOVÉ UKAZOVATELE	65
11.5	UKAZOVATELE LIKVIDITY	65
11.6	UKAZOVATELE ZADĽŽENOSTI	66
11.7	UKAZOVATELE RENTABILITY	67
11.8	UKAZOVATELE AKTIVITY	67
11.9	ZÁVERZ FINANČNEJ ANALÝZY	68
<b>12</b>	<b>FINANČNÝ PLÁN KÚPELE LOV TRENČIANSKE TEPLICEA.S.</b>	<b>70</b>
12.1	PLÁN VÝKAZU ZISKOVA STRÁT	70
12.2	PLÁN SÚVAHY	74
<b>13</b>	<b>STANOVENIE TRŽNEJ HODNOTY SPOLOČNOSTI KÚPELE TRENČIANSKE TEPLICEA.S.</b>	<b>76</b>
13.1	DISKONTNÁ MIERA PRE OCENENIE	76
13.1.1	Náklad na vlastný kapitál	76
13.1.2	Náklad na cudzí kapitál	81
13.1.3	Vážené priemerné náklady na kapitál	82
13.2	PREVÁDZKOVÝ NUTNÝ INVESTIČNÝ KAPITÁL, PREVÁDZKOVÝ NEPOTREBNÝ INVESTIČNÝ KAPITÁL A KORIGOVANÝ PREVÁDZKOVÝ VH	82
13.3	OCENENIE PODNIKU KÚPELE TRENČIANSKE TEPLICEA.S. METÓDOU DISKONTOVANÉHO CASHFLOW – FCFE	83
13.4	OCENENIE SPOLOČNOSTI KÚPELE TRENČIANSKE TEPLICEA.S. METÓDOU DISKONTOVANÉHO CASHFLOW – FCFE	86
13.5	OCENENIE SPOLOČNOSTI KÚPELE TRENČIANSKE TEPLICEA.S. METÓDOU ZALOŽENOU NA UKAZOVATELI EVA	87
13.6	OCENENIE SPOLOČNOSTI KÚPELE TRENČIANSKE TEPLICEA.S. METÓDOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSOV	88
13.7	SYNTÉZA VÝSLEDKOV OCENENIA	90
	<b>ZÁVER</b>	<b>92</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉJ LITERATURY</b>	<b>94</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A ZKRATOK</b>	<b>98</b>
	<b>ZOZNAM POUŽITÝCH VZORCOV</b>	<b>99</b>
	<b>ZOZNAM GRAFOV</b>	<b>100</b>
	<b>ZOZNAM TABULIEK</b>	<b>101</b>
	<b>ZOZNAM OBRÁZKOV</b>	<b>103</b>
	<b>ZOZNAM PRÍLOH</b>	<b>104</b>

## ÚVOD

Devět desíate roky a začiatok 21. storočia je spojený s hlbokými premenami našej spoločnosti a so zásadnými zmenami v ekonomike. Rýchla transformácia, rozsiahle zmeny vlastníckych pomerov, dynamické zmeny organizačnej štruktúry jednotlivých odvetví, nová motivácia a chovanie sa vo tvorenej ekonomike, neposlednom rade príprava na vstup do EU, sú charakteristickými znakmi tejto doby.

Rýchlosť uskutočňovaných zmien vyvolala potrebu poznatkov a metodických postupov, ktoré sa bezprostredne dotýkajú záujmov podniku – stanovenia ich hodnoty. Nevyhnutnosť uspokojenia tejto potreby viedla k prijatiu teoretických princípov a praktických poznatkov z oblasti oceňovania podnikov z krajín s rozvinutou tržnou ekonomikou. To sa sebou prináša určitú riziká, preto žemámerozdielne právne poriadky a usporiadanie ekonomiky.

Stanovenie ceny firmy je zložitým problémom hlavne z dvoch dôvodov. Prvým dôvodom je, že každá firma je špecifickou jednotkou, ktorá je ťažko porovnateľná s inou firmou v rovnakom odbore. Druhým dôvodom je, že pri stanovení hodnoty firmy je potrebné zohľadniť nielen jej súčasnú hodnotu majetku, ale aj jej výnosový potenciál, postavenie na trhu, jej povest a perspektívny rozvoj.

Základným cieľom mojej diplomovej práce je určenie hodnoty podniku Kúpele Trenčianske Teplice a.s. k 01. 01. 2009. Ocenenie bude prevážne založené na budúcnosti a bude uplatnený subjektívny prístup. Práca je rozdelená do dvoch častí. Prvá časť definuje podnik a pojednáva o hodnotení podniku, dôvodoch ocenenia. Ďalšie kapitoly sú venované problematike zobrazenia rizika a faktoru času v diskontnej miere, postupu ocenenia podniku. V teoretickej časti je vysvetlená podstata, rozdiely a väzby medzi jednotlivými metódami ocenenia s dôrazom na výnosové metódy ocenenia podniku.

Praktická časť je venovaná samotnému oceneniu spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s., ktorému predchádza strategická a finančná analýza, rovnako aj zostavenie strategického finančného plánu. Hodnotu podniku bol stanovená na základe výnosových metód, konkrétne pomocou metódy založenej na ukazovateli EVA, metódy diskontovaného čistého cashflow – FCFE a FCF a metódy kapitalizovaných čistých výnosov. Záverom diplomovej práce je uskutočnená syntéza výsledkov ocenenia výnosovými metódami a výsledkom je tržná hodnota spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 OCEŇOVANIE PODNIKU

Problematika oceňovania je jednou z významných oblastí finančného riadenia firiem. V súčasnej teórii a praxi zaznamenávame nahradzovanie účtovného prístupu metodologického aparátom tržným východom a pojatím.

Oceňovaniu je nevyhnutné venovať neustálu pozornosť, pretože dôsledky nevhodných postupov oceňovania založených na nesprávnom súbore predpokladov môžu viesť k neracionálnemu ceneniu statkov a nesprávnej alokácii kapitálu.

Stanovenie hodnoty podniku patrí medzi dôležité manažérske nástroje riadenia podniku, pretože hodnota podniku je významným kritériom pre taktické riadenie firmy a pre dlhodobých strategických rozhodnutí managementu.

Náročnosť oceňovania podniku vyplýva z existencie samostatných trhov precenné papiera a fixné aktíva. [3]

### 1.1 Podnik ako predmet oceňovania

Pojem „podnik ako predmet oceňovania“ je v literatúre označovaný rôzne. Podľa niektorých autorov možno podnik definovať ako **jedinečné**, menej likvidné aktívum, pre ktoré existujú veľké mimálo účinné trhy. [6] Napríklad Tichý definuje podnik ako:

*„Podnik je chápaný ako celkový súhrn výkonu (hmotných a nehmotných hospodárskych predmetov), ktoré sú vynakladané na dosiahnutie podnikových cieľov.“* [14, str. 21]

Navzdory existencii rôznych pojatí podniku, pre oceňovateľov zohráva najväčší význam definovanie tohto pojmu **obchodným zákonníkom** v § 5:

*„Podnik je súbor hmotných, ako aj osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku patria veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia k prevádzkovaniu podniku a lebo vzhľadom na svoju povahu, majú k tomu účel slúžiť.“* [23]

### 1.2 Hodnota a cena

Oscar Wildes avtipne vyjadrilo ekonómoch a toto tak, že poznajú cenu všetkého, ale hodnotu ničoho. [6]

Vpraxi sa často stretávame s požiadavkou, aby oceňovateľ určil objektívnu hodnotu podniku. Treba však podotknúť, že **objektívna hodnota podniku neexistuje**. [7,9]

Hodnota podniku je závislá na očakávanom úžitku, ktorým môže byť ťbuď finančný anaúžitok, ktorým nemožno vyjadriť vo finančnej podobe. [7,9] Copeland definuje hodnotu podniku ako:

*„Hodnota podniku je daná o očakávanými budúciimi príjmami prevedenými (diskontovanými) naich súčasnú hodnotu.“* [2, str.22]

**Medzinárodné účtovné štandardy definujú hodnotu** ako ekonomický pojem, ktorý sa týka peňažného vzťahu medzi tovarom a službami, ktoré možno kúpiť, a tými, ktorí ich kupujú a predávajú. Hodnota je v podstate totožná s tržnou hodnotou (predajnou hodnotou) a ide o odhad pravdepodobnej ceny. [9,14]

V literatúre sa môžu zmesť tieto kategórie hodnôt: [4,5]

- **Tržná hodnota** (fair market value) – je cena, za ktorú dochádza k zmene vlastníctva majetku medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim. Kúpa a predaj je bez nátlaku a obaja majú náležitú informáciu a relevantné fakty
- **Investičná hodnota** (investment value) – je hodnota, ktorá závisí na individuálnych investičných požiadavkách a očakávaniach. Táto hodnota zohľadňuje špecifické atribúty investora. Investičná hodnota k takej odráža riziko jednotlivých investítorov.
- **Objektívizovaná hodnota** (fair value) – termín objektívizovaná hodnota sa zvyčajne používa ako štandard ocenenia, ktorým sa používa na určenie špecifických operácií. V mnohých krajinách sa používa ako hlavný štandard ocenenia.

Je nutné si uvedomiť, že **hodnota podniku nie je totožná s cenou**. V podstate ide o stanovenie základu pre cenové jednania o individuálnej úrovni. [6,13,14]

Výsledná cena je potom **cena (výmenná hodnota)**, za ktorú je podnik predávaný, je výsledkom celého radu ďalších faktorov, ktoré naň majú podstatný vplyv, ako napríklad faktory psychologické, časové a tie, vzťahujú sa medzi kupujúcim a predávajúcim. Ide o konkrétne zaplatená čiastka za podnik v danom čase a mieste. [3,6,9]

Raffera definiuje cenu ako:

„Cena je výsledek transakcie realizovanej porovnávaním ponuky a dopytu. Zahrňuje súbor objektívnych a subjektívnych úvah predkladaných kupujúcim a predávajúcim behom jednania. Cena vyjadruje reálnu cenu.“ [13, str. 8]

### 1.3 Dôvody oceňovania podniku

Oceňovanie samo osebe je služba, ktorú zákazník objednáva, pretože mu prináša nejaký úžitok. Tento úžitok môže mať rôznu povahu podľa potreby objednávateľa a cieľa, ktorým má oceňovanie slúžiť. Ocenenie môže mať mnohopodnetov: [3, 4, 7, 9, 14]

- kúpa a predaj podniku, vklad podniku do novo založeného podniku,
- uvedenie podniku na burzu, vloženie nepeňažného vkladu do spoločnosti,
- poskytovanie, splatenie, zaistenie úveru, ponuka na odkúpenie účasníckych CP,
- rozhodovanie o sanácii, likvidácii a reorganizácii, vsúvislosti splatení mandaní,
- hodnotenie reálnej bonity podniku, vstup do poisťovnej zmlúvy,
- náhrada za vyvlastnenie a splatenie dlhu, vsúvislosti s dedičským konaním,
- ocenenie vsúvislosti s fúziou, rozdelením a premenou spoločnosti,
- vsúvislosti s výkupom účasníckych CP a vsúvislosti s ponukou na prevzatie.

Okrem vyššie uvedených dôvodov, ktoré vedú k oceňovaniu, existuje ešte neurčitý rad dodatočných dôvodov, ktoré môžu byť hlavným alebo doplňujúcim dôvodom ocenenia podniku, napr. kúpa podniku so cieľom vyradiť konkurenta. Z tohto dôvodu Tichý pokladá za nevyhnutné rozlíšovať medzi **bezprostredným** a **prostredkovaným** účelom [14].

Treba si aj uvedomiť, že rôzne podnety predstavujú pre oceňovateľa rôzne zadania a každé zadanie si vyžaduje inú metódu a povedie k inému výsledku [8].

### 1.4 Postup pri oceňovaní podniku

Na základe teoretických a praktických znalostí sa odporúča nasledujúci postup oceňovania [6, 7, 8, 13]:

1. **Špecifikácia cieľa ocenenia** - Dôležité je určiť účel ocenenia, od ktorého závisí výber modelu. Zadávatel' vyjadruje svoj predstavu o termíne riešenia.

2. **Zber vstupných údajov** – Rozsah údajov, ktoré sú zhromažďované, pokrývajú celkové dianie v podniku. Ide napríklad o údaje o podniku, účtovné a finančné informácie, dáta o odbyte a marketingu, záväzkoch, a pod. Pre kvalitné ocenenie je potrebné mať k dispozícii údaje o prostredí, v ktorom podnik funguje.
3. **Analýza údajov** – Využíva sa strategická analýza, finančná analýza, rozdelenia aktív na prevádzkovo nutné a nutné. V prípade, že budú pri ocenení využívané výnosové metódy, je vhodné podrobiť analýze aj podnikateľský zámer.
4. **Zostavenie finančného plánu** – Je nutné ho vyhotoviť v prípade použitia štandardných výnosových metód. Je to jediný krok, ktorý by mohol pri ocenení chybať v prípade použitia metódy inej než výnosovej.
5. **Voľba metódy a ocenenie podľa zvolenej metódy** – Neexistuje žiadne vedecké pravidlo na pomoc pri výbere toho či onoho modelu. Zopatrnosti je vhodné použiť viacero metód, aby sme sa viac priblížili k danej hodnote. Aby sme dosiahli čo najväčšiu objektivitu, mali by zvolené modely vychádzať z rôznych základov.
6. **Záver** – Ide o vyhotovenie správy o oceňovateľom hodnotení podniku, ktorá by mala odpovedať medzinárodným účtovným štandardom. V správe by mal oceňovateľ zhrnúť podmienky prístupu k nevyhnutným informáciám, časti štúdie vyhotovenej tretími osobami, skrytí riziká, ktoré neboli brané do úvahy.



## 2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Na faktore časuarizika je založená podstatná časť úvah o oceňovaní podniku. Obe faktory sa do oceňovania priemietajú predovšetkým prostredníctvom diskontnej miery.

### 2.1 Faktor času

Pri oceňovaní podniku je nutné zaoberať sa **časovou hodnotou peňazí**, tzn. hodnotou, ktorá by vyjadrená tak, aby odpovedala hodnotu prislúchajúcej jednotky hodnotenia. Peňažné čiastky sa z týmto účelom prepočítavajú rôznymi metódami, pričom sú založené na princípe zložitého úročenia. V prípade, že vychádzame pri ocenení z prognózy zhodnotíme hodnotenie, je vhodné použiť úrokovú mieru bez prirážky inflácie, v prípade, že vychádzame z budúcih prognóz, je nutné do úrokovvej miery túto prirážku zahrnúť. [6,7,13]

### 2.2 Faktor rizika

Každý budúci vývoj je bez výnimky spojený s rizikom, že nebude prebiehať tak, ako sa očakáva. Preto je nevyhnutné venovať pozornosť riziku spojenému so podnikateľskou činnosťou (obchodné, finančné), riziku systematickému či nesystematickému. [6,7,14]

Pratt, Reilly a Schweihs definujú riziko ako stupeň neistoty realizácie očakávaného budúceho ekonomického zisku. Všeobecne platí, čím vyššie riziko, tým nižšia sú časná hodnota a opačne. Riziko sa pri oceňovaní odráža v diskontnej alebo kapitalizačnej miere aplikovaných finančných premenných. [12]

#### 2.2.1 Riziko spojené so podnikateľskou činnosťou

Zaoberáme sa čisto rizikami s ekonomickým charakterom. Za mieru rizika sa považuje rozptyl očakávaných výnosov, respektíve smerodajnej odchýlky týchto výnosov. V podstate ide o riziko výsledku hospodárenia. [6,7,8]

**Obchodné riziko** vyvoláva premenlivosť čistých výnosov, ktorá je vyvolávaná:

- **premenlivosť výnosov** (predajné riziko) – riziko, že očakávaný zisk nebude dosiahnutý v dôsledku vývoja situácie na trhu. Meria sa prostredníctvom variability čistých tržieb a variability možného podielu ziskov z tržieb v minulom období.

- **úrovní fixných prevádzkových nákladov** – čím vyšší podiel dlhodobého majetku, tým vyšší podiel fixných nákladov a zároveň je vyššia citlivosť zisku na zmeny výroby a odbytu, a to všetko spôsobuje vyššiu mieru prevádzkového rizika.

Celkové obchodné riziko sa najlepšie meria pomocou variačného koef. prevádzkových VH:

$$\text{variačný koef. prevádzkového} = \frac{\text{smerodajná odchýlka prevádzkových VH}}{\text{stredná hodnota prevádzkových VH}} \quad (1)$$

V prípade, že smerodajná odchýlka prevádzkových VH vykazuje nejaký závislý trend, je lepšie použiť ako menovať niektoré trendových funkcií.

**Finančné riziko** je taktiež závislé na podiele fixných nákladov. Tie to náklady tvoria predovšetkým nákladové úroky, leasingové splátky, dividendy z prioritných akcií a podobne. Finančné riziko sa dá merať dvoma spôsobmi, a to prostredníctvom prevádzkovej páky, alebo pomocou ukazovateľa ovzduchujúcej výskuzadĺženostialikviditu. [6,7,8]

Potom celkové finančné riziko môžeme v najjednoduchšom vyjadrení určiť prostredníctvom variačného koeficientu výsledku hospodárenia [7]:

$$\text{celkové riziko} = \frac{\text{stredná odchýlka VH zabežnú činnosť}}{\text{stredná hodnota VH zabežnú činnosť}} \quad (2)$$

### 2.2.2 Systematické a nesystematické riziko

Pochopenie týchto druhov rizika je pre hodnotiteľa veľmi dôležité pre správne určiť a diskontovať miery. Toto členenie je späté s investíciami na kapitálovom trhu. [7,10]

**V nesystematickom riziku** zohráva veľkú úlohu diverzifikácia, čo znamená, že riziko investície vložené do súboru CP je nižšie ako riziko investície investovanej iba do jedného druhu CP. Ideálny prípad je portfólio pozostávajúce z negatívne korelovaných CP. Tým sa dosiahne minimálne riziko a stabilná výnosnosť. [7,10]

**Systematické riziko** (tržné riziko) je vyvolávané faktormi ovplyvňujúcimi celý trh. Nemôžeme ho zo strany podniku eliminovať. Patrí sem napríklad vývoj HDP, cenovej hladiny a pod. Podnik musí byť schopný na neho pružne reagovať. [6,7,10]

### 3 DISKONTNÁ MIERA PRE ÚČELY OCENENIA

Diskontná miera je nástroj, pomocou ktorého sa odhaduje súčasná hodnota budúceho prítoku peňazí a faktor rizika. Je významným prvkom prístupu k súčasnej hodnote budúceho prítoku peňazí. Je to pomer súčasnej hodnoty budúceho prítoku peňazí k súčasnej hodnote budúceho prítoku peňazí [6, 7, 8, 9].

Diskontná miera by mala odrážať náklady príležitosti, všetkých, ktorí poskytujú kapitál. Náklady príležitosti ktorého koeficientu investora srovnajú mieru návratnosti, ktorú by investormohol podľa očakávania zaručiť nainých investíciách s rovnakým rizikom [2, 7].

Diskontná miera sa v literatúre označuje aj ako **kalkulovaná úroková miera**. Taktiež ju môžeme nazvať pod pojmom náklad na kapitál, pretože náklad na kapitál je pohľadná úroková miera z hľadiska podniku, ktorý prijíma kapitál od investorov. Pri číslach náklad na kapitál by mal predstavovať minimálnu požadovanú mieru výnosnosti [3, 6, 7, 8, 9].

Je nutné podotknúť, že diskontná miera a miera kapitalizácie **nie je** rovnaký pojem. Miera kapitalizácie je diskontná miera znížená o očakávané tempo rastu. [7]

#### 3.1 Diskontná miera a kategórie hodnoty

Postup kalkulácie diskontnej miery je závislý na kategórii hodnoty, ktorú chce podnik zistiť: [7, 8, 9]

- Pre **tržnú hodnotu** je treba opierať sa o tržné dáta a tomu odpovedajúce metódy. Môžeme využiť buď metódu CAPM alebo ztrhu podnikov.
- Pre **investičnú hodnotu** je nutné vychádzať z konkrétnej situácie daného investora, predovšetkým z jeho alternatívnych možností využitia kapitálu.
- Pre **objektívizovanú hodnotu** je nutné mať odhad diskontnej miery, ktorý je čo najviac podložený bežne dostupnými údajmi, alebo ktorý vychádza zo všeobecne prijatých uzatčení. Odporúčajú sa výnosnosť desaťročných štátnych dlhopisov a rizikové prirážky.

Správnosť výsledkov výnosových metód nezávisí iba na správnom odhadu diskontnej miery, ale aj na jej správnom priradení k výnosom. V zásade platí, že v modeloch DCF závislosti na voľbe čitateľa musí byť odpovedajúcim spôsobom stanovený aj menovateľ, teda musí byť dodržané pravidlo párovania výnosov a diskontnej miery, ktoré uvádza tabuľka č. 6. [6]

Tabuľka 1. Pravidlá porovnania výnosov a diskontnej mierky [6]

forma budúcich výnosov	diskontná miera
FCFF	WACC
EVA	WACC
Dividenda	$n_{vk}$ napr. CAMP, APT
FCFE	$n_{vk}$ napr. CAMP, APT

### 3.2 Stanovenie nákladov na celkový kapitál (WACC)

Náklady na celkový kapitál sú kombináciou nákladov rôznych foriem kapitálu, a to konkrétne nákladov na cudzí a vlastný kapitál. Výpočet WACC je nasledujúci. [8, 11]

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vk} \frac{VK}{K} \tag{3}$$

$n_{ck}$  – náklad na cudzí kapitál

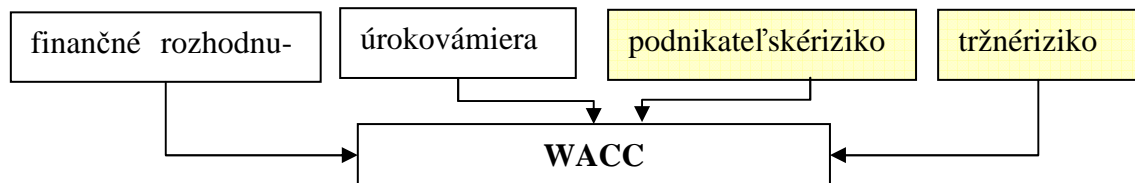
$VK$  – tržná hodnota vlastného kapitálu

$n_{vk}$  – náklad na vlastný kapitál

$d$  – sadzba dane z príjmu

$CK$  – tržná hodnota cudzieho kapitálu vloženie do odniku

Taktiež je veľmi dôležité si uvedomiť, že pri kalkulácii WACC je nutné zohľadniť aj riziká.



Obrázok 1: Zložky WACC [1]

#### 3.2.1 Váhy jednotlivých zložiek kapitálu

Pre potreby kalkulácie je nutné určiť váhy zložiek celkového kapitálu, pričom sa odporúča, aby pre určenie váh boli komponenty vyjadrené v **tržných hodnotách**, t.j. tržná kapitalizácia vlastného kapitálu (VK) a cudzích zdrojov (CK) na celkovej tržnej hodnote daného podniku. Brigham a Ehrhard sa domnievajú, že na toto v podnikoch zabúdajú, atým sa

dopúšťajú závažnej chyby. Ak nie je dostatočne vyvinutý kapitálový trh, vychádzame zú čtovných dát, ale potom je nutné chápať tieto údaje iba ako určitú aproximáciu. Vzorec prevýpočet: [1,3,6,8]

$$1 = \frac{VK}{K} + \frac{CK}{K} \quad \text{keď} \quad K = VK + CK \quad (4,5)$$

V niektorých prípadoch investor môže považovať bežnú kapitálovú štruktúru za nie optimálnu. Potom WACC môže byť rozvinuté niekedy kým scenárik kapitálovej štruktúry (viac dlhu, menej dlhu) ako cestavyskúša rôzne prístupy financovania. Mať ríkodporúča použiť cieľovú štruktúru kapitálu. Môžeme ju odvodit' niekedy kým spôsobmi: [2,4,6,7,8]

- Odhadneme, aká je súčasnosť časná kapitálová štruktúra v tržnej hodnote,
- pokúsime sa zistiť štruktúru zrovnateľných spoločností po čítaní úztržných cien,
- zistíme, akú kapitálovú štruktúru by vedenie považovalo za žiadúcu,
- prípadne sa môžeme pokúsiť priblížiť k optimálnej kapitálovej štruktúre.

### 3.3 Problém surčovaní diskontnej sadzby.

Brighama Ehrhardtsav svojej publikácii zmieňujú niektorých **problémoch** pri určovaní diskontnej miery. Jedným z nich je určovanie diskontnej miery v prípade, že akcie podniku **nie sú obchodovateľné na burze**. V zásade platí rovnaké pravidlo pre stanovenie nákladov na kapitál ako pre obchodovateľné, tak pre neobchodovateľné spoločnosti. Problém je vzískavanie údajov, pretože spoločnosť, ktorá má akcie obchodovateľné na burze, si vyžaduje pre stanovenie diskontnej sadzby iné informácie ako spoločnosť, ktorej akcie na verejných trhoch obchodovateľné nie sú. [1]

Tak tiež ako problémovysajaví **model CAPM**, pretože je veľmi náročný na vstupné údaje, ktoré sú ťažko zistiť. Preto si nemôžeme byť nikdy istí, či sú náklady na kapitál presné. Niekedy môže byť problematické stanoviť **váhy jednotlivých zložiek kapitálu**. V takýchto prípadoch je lepšie vychádzať z cieľovej kapitálovej štruktúry, preto otázka stanovenia cieľovej kapitálovej štruktúry je pre podnik veľmi dôležitá. V praxi je problémov vzniká aj pri stanovovaní nákladov na kapitál pre **projekty s rozdielnym rizikom**. Je to z tohto titulu, že každý projekt má inú diskontnú sadzbu, ktorá je upravená o príslušné riziko daného projektu. [1]

## 4 METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU

Ohodnocovanie na základe trhu je definované ako všeobecne uplatňovaný spôsob odhadu hodnoty podniku, vlastníckych oprávnení k nemu alebo o cenných papierov. Využíva jednu alebo viaceré metódy porovnávania. Znalec musí priamo pri oceňovaní vziať do úvahy veľké množstvo faktorov, ktoré na podnik vplyvávajú. Patrí sem napr. tržobné ceny verejne obchodovaných akcií či akvizíčné ceny nadobudnuti podielov v podnikoch. [3,18]

Hitchner považuje za **výhody** metód založených na trhovom prístupe jednoduchosť a zrozumiteľnosť, využitie aktuálnych informácií, jednoduchosť výpočtu oproti výnosovým metódam, nezávislosť na budúcich očakávaných výnosoch, zahrnutie hodnoty všetkých prevádzkových aktív v výpočte. Tento koncept má aj tiež určité **nevýhody**. Jednou z nich je nedostatok porovnateľných spoločností, menšia flexibilita a nedostupnosť informácií o akciových prevodoch. [4,18]

### 4.1 Porovnanie podnikmi, u ktorých je hodnotaznáma

Pri tomto prístupe sa porovnáva oceňovaný podnik s podnikmi, ktoré sú kurčitému obdobiu už nejakým spôsobom ohodnotené. Tento postup využívajú spoločnosti, ktoré nie sú obchodované na verejných trhoch. [8,9,18].

Hľadanie porovnateľných podnikov je najnáročnejším krokom celého hodnotenia. Porovnatelnosť by sa mala týkať predmetu podnikania, odboru, veľkosti (tržby, majetok...), histórie, kapitálovej štruktúry, ziskovej marže, meradiel ziskovosti a CF. Odporúčajú sa použiť asi 5-8 porovnateľných podnikov. Významnú úlohu pri tejto metóde zohrávajú tzv. **násobiteľ** (multiplikátor). Odborná literatúra uvádza rôzne typy násobiteľov. Medzi najčastejšie patria P/E, EV (enterprise value) na akciu/EBIT, EV na akciu/BV, EV na akciu/tržby na akciu. Pri výbere násobiteľa nemôžeme opomenúť, že výber podlieha hľadisku najvyššej stability, tzn. najmenšia smerodajná odchýlka arozptyl. Odhad hodnoty podniku potom určíme: [6,7,8,9,18]

$$H_{A(P)} = Z_{(OP)} \cdot (P/A)_{(SP)} \quad (6)$$

Následne sa hodnota akcie aplikuje na všetky akcie podniku. Týmto spôsobom sa zistí **hodnota trhovej kapitalizácie**, ktorá je spravidla nižšia ako hodnota podniku. Preto je vhodné, ako oceňovateľ uplatní **prémium**, aby výsledná hodnota zodpovedala realite. [6,18]

## 4.2 Odvození hodnoty podniků z porovnání tržních transakcí

Postup ocenění je založený na porovnání podniků, které byly v minulosti prodávány jako celok. Získá se **hodnota podniku jako celku**, a ne hodnota jeho akcie. Preto nie je potrebné robiť prepočty na akcie. Násobíte  $P$  a vyjadrujú priamo hodnotu podniku, a to ako násobok ročného zisku, ročného CF, účtovnej hodnoty VK, či realizovaného obratu. Základná konštrukcia násobíte  $P$  ov je obdobná ako v predchádzajúcej metóde, ale viach obsahu môže byť podstatný rozdiel. Násobíte  $P$  sa vrámci tejto metódy získava z údajov o skutočných predajoch celých podnikov. Preto ceny zaplatené za podniky odrážajú nielen hodnotu samotného pokračujúceho podniku, ale aj očakávanú hodnotu synergií. Pri tomto type ocenenia je potrebná rozsiahla databáza historických transakcií. [6,7,9,18]

## 4.3 Určenie hodnoty podniků z údajů podniků na burze

Ide o variant postupu odvození hodnoty akcie podniku z porovnání podniků. Odlišnosť spočíva v rozsahu dostupnosti údajov, kt. je v tomto prípade menší. [8,9,18] Tento postup má v praxi len podporný význam, preto sa ním v práci nebudeme bližšie zaoberať.

## 4.4 Porovnávacie metody a ich využitie v Slovenskej republike

Porovnávacie metody ohodnotenia podniků sú vzájomne často využívané, pričom v podmienkach **SR sú zavrhované**. Využitie tejto metódy v znaleckej praxi SR je problematické najmä preto, že je komplikované najmä súbor porovnání podniků. Podľa právnej úpravy ohodnocovacích procesov v SR je možné použiť transakčný, burzový, vzorový prístup, pričom práve transakčný prístup má vysokú vypovedaciu schopnosť a poskytuje výsledky porovnání svýnosovými modelmi. Z dôvodu nedostupnosti porovnateľných transakcií môžu tento model využívať len veľké znalecké organizácie, kt. majú internú databázu transakcií. [18]

Doc. Szilágyi a Ing. Sedláková v svojej publikácii priamo uvádzajú, že v prípade využitia porovnávacej metódy znaleckou organizáciou musí byť v znaleckom posudku jednoznačne zdôvodnená aj jej použitie v našej praxi môže mať vyslovene len charakter doplnkovej informácie. Ing. Kardoša a Ing. Jakubec sa však týmto **vzorom nestotožňujú**. Domnievajú sa, že pri zabezpečení dostatočných podkladov k hodnoteniu, je možné túto metódu využiť ako rovnocennú metódu majetkového a výnosového prí stupu ocenenia. [16,18]

## 5 MAJETKOVÉ METÓDY OCENENIA

Koncept ocenenia majetkovými metódami spočíva v ocenení jednotlivých zložiek aktív, záväzkov a dlhov. Súčasťou týchto cien zisk a súhrnné ocenenie aktív podniku. Majetkové modely sú založené na jednoduchom postuláte, hodnota podniku sa rovná hodnote VK. Preto je nutné odsúhrnné ocenenie aktív odpočítať hodnotu záväzkov. [3, 8, 13]

Literatúra rozoznáva tri základné majetkové metódy, z ktorých každá využíva rôzne ceny:

- metóda účtovnej hodnoty (účtovná cena)
- metóda likvidačnej hodnoty (likvidačná cena),
- metóda substanciačnej hodnoty (reprodukčná cena).

### 5.1 Metóda účtovnej hodnoty

Účtovnej metóde sa vychádza zo stavových veličín, ktoré poskytuje rozvaha. Vychádza sa z historických cien, avšak je nutné podotknúť, že účtovná hodnota môže byť pre potreby ocenenia podniku upravená, aby lepšie zodpovedala skutočnosti. Prítomto postupom sa najprv samostatne ocenia aktíva a potom sa od ich súčtu odpočíta hodnota dlhu. To možno vyjadriť nasledujúcou rovnicou: [3, 6, 7, 8]

$$\text{hodnota vlastného kapitálu} = \text{účt. hodnota aktív} - \text{účt. hodnota záväzkov a dlhov} \quad (7)$$

Okrem vyššie uvedeného výpočtu možno použiť aj druhý spôsob zistenia účtovnej hodnoty, ktorý uvádza v svojej práci Raffegerau a Dubois. Jeho podstata spočíva v sčítaní základného kapitálu a výsledku číre zerv pripadajúci akcionárom. [13]

Výhodou tejto metódy je relatívne ľahká dostupnosť vstupných údajov a jednoduchý výpočet. Patrí k najjednoduchším metódam, ale najmenej presným. Nevýhodou je, ohodnocovanie aktív na účtovnej báze, nie sú tak napríklad zohľadnené nehmotné aktíva. Ďalšou znevýhodou je, že sa nevychádza z tržného ocenenia, ktoré sa často výrazne líši od účtovných hodnôt. Napriek všetkým výhradám v tejto metóde našli zmysluplný nástroj analytici, ktorí veria v tzv. **vnútornú hodnotu**. Účtovná hodnota vyjadruje totiž v nominálnom vyjadrení pôvodný rozsah investovaného kapitálu. Pre investorov je žiaduce, aby aktuálna tržná cena akcie bola vyššia ako účtovná hodnota vlastného imania jednej akcie: [6, 8]

$$P < BV \quad (8)$$



## 5.2 Metóda likvidační hodnoty

Všetky oceňovací metody, jak nákladové, tak tržné a výnosové, jsou založeny na předpokladu prosperujícího podniku (going concern principle). Podstatou metody likvidační hodnoty však spočívá v zistení hodnoty majetku k určitému časovému okamihu, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svoji činnost z tohoto pohledu jednotlivé aktiva předá a budou splatné všechny závazky podniku vrátane odmeny likvidátora. [3,6,8]

Nárok vlastníků v případě likvidace = hodnota podniku – hodnota závazků (9)

Ak budoucí výnos nižší ako likvidačná hodnota, predstavuje **dolnú hranicu hodnoty podniku**. Zároveň sa využíva pri **rozhodovaní o sanácii** podniku. K tejto by sme mali pristúpiť jedine vtedy, ak bude výnosová hodnota vyššia ako likvidačná. [6,8]

## 5.3 Metóda substančnej hodnoty

Substančnou metódou podniku rozumieme súhrn relatívne samostatných ocenení jednotlivých zložiek majetku. Základom tejto metódy je ocenenie jednotlivých aktív pomocou reprodukčných obstarávacích cien znížených o prípadné opotrebenie, teda stanovenie **substančnej hodnoty brutto**. Následným znížením o hodnotu všetkých záväzkov a dlhov za predpoklad pokračovania podniku získame **substančnú hodnotu netto**. [3,7,8,9]

Výsledkom aplikácie metódy substančnej hodnoty je stanovenie aktualizovanej obstarávacej hodnoty alebo čistých reprodukčných nákladov. Teda čiastky, ktorú by musel investor zaplatiť, keby chcel podnik založiť nanovo. Je nutné pripomenúť, že pri tejto metóde sa kladie akcent na úžitkovú hodnotu majetkových častí. [6]

Náklady **na znovuobstaranie**, ktoré sú základom pre určenie substančnej hodnoty, možno zistiť viacerými spôsobmi, a to indexovou metódou, priamym zisťovaním cien, zisťovaním cien pomocou zvolených jednotiek, či metódou funkčného zisťovania cien. Bližší popis týchto metód uje uvedený v práci Maříka Oceňování podniku. [8]

**Výhodou substančnej metódy** je, že pri ocenení využívajú reprodukčné obstarávacie ceny, a tak reflektuje tržné podmienky. Touto metódou možno reálnejšie zobrazovať hodnotu majetku podniku. Nedostatk substančnej metódy spočíva v nebratí do úvahy vplyv súčasnej a budúcej výnosnosti. Ďalej sa zabúda na hodnotu goodwillu, špecifických aktív spojených s fungovaním podniku ako celku. [6]

## 6 VÝNOSOVÉ METÓDY

### 6.1 Metóda diskontovaného čistého Cash Flow

V súčasnej praxi patria modely diskontovaného cash flow (DCF) k modelom, ktoré majú najväčšie využitie, predovšetkým v oblasti anglosaských krajín. Podstatou oceňovania na báze uplatnenia metódy diskontovaného cash flow je, že hodnota aktív je odvodená od súčasných hodnôt peňažných tokov. Využitie modelu DCF je založené na nasledujúcich zjednodušených predpokladoch: [7]

- kapitálové trhy sú efektívne,
- kapitálová štruktúra podniku je tvorená iba vlastným imánim a dlhom,
- existuje iba daň z príjmu,
- podnik musí trvale investovať do výskytu odpisov.

Možno rozlíšiť tri základné techniky pre výpočet výnosovej hodnoty metódou DCF: [3, 6, 7]

- **metóda „entity“** – Pozostáva z dvoch krokov, vychádzame z CF ako príjmy vlastníkov, tak aj pre dlžníkov a ich diskontovaním získame hodnotu podniku ako celku, pričom diskontná miera je na báze WACC, ktorá odráža kapitálovú štruktúru. V druhom kroku sa od nej odčíta hodnota cudzieho kapitálu, a tak získame hodnotu vlastného kapitálu.
- **metóda „equity“** – Používame CF, ktoré sú dispozíciou iba pre vlastníkov podniku. Ich diskontovaním získame hodnotu priamo vlastného kapitálu.
- **metóda „APV“** – V prvom kroku zistíme hodnotu podniku ako celku a ako súčet hodnôt podniku za predpokladu nulového zadĺženia a súčasných hodnôt daňových úspor z úroku. V praxi sa používa zriedka.
- **metóda „DDM“** – Získame hodnotu vlastného kapitálu. Peňažný tok je vyjadrený dividendou, ktorá je diskontovaná nákladom na vlastný kapitál. Je vhodný pre podniky so stabilným ziskom a pravidelným vyplácaním dividend.

### 6.1.1 MetódaDCF,,entity“

Metódaentitysapoužíva vpraxinaj častejšie, preto ju aj v literatúre môžeme nájsť označenú ako za metódu základnú. Hlavným znakom metódy DCF entity je, že výsledkom je hodnota podniku ako celku. Avšak podnik ako celok, ako entita nie je chápaný na úrovni bilančnej sumy, ale na úrovni **investovaného kapitálu**. Z tohto titulu prvý krok pred realizáciou metódy DCF entity spočíva v stanovení investovaného kapitálu. [7,8]

#### 6.1.1.1 Investovaný kapitál

Za investovaný kapitál sa pre potreby DCF entity nepovažuje celá pasívna strana rozvahy. Investovaný kapitál môžeme znázorniť nasledovne [7]:

<b>Dlhodobé aktíva</b>	<b>Spoplatnený kapitál</b>	} <b>Investovaný kapitál</b>
<b>Pracovný kapitál</b> (upravený)	(vlastný kapitál + úročený cudzí kapitál)	

Obrázok 2: Investovaný kapitál [7]

Pracovný kapitál (upravený) predstavuje rozdiel medzi aktívami a krátkodobými záväzkami, ktorých je ťažké určiť náklad (napr. záväzky z obchodných vzťahov). [7]

Ďalej je nutné pre potreby metódy DCF entity rozdeliť investovaný majetok na prevádzkovonutný a nepotrebný. Prevádzkovonutný investovaný kapitál pozostáva z dvoch zložiek, a to z prevádzkovonutných dlhodobých aktív a z prevádzkovonutného pracovného kapitálu. Potom platí: [7]

Celkový invest. Kapitál = Prevádzkovonutný investovaný kapitál + Nepotrebné aktíva (10)

#### 6.1.1.2 Určenie CF pre potreby metódy DCF entity

Pri metóde DCF entity sú východiskom vždy voľné peňažné prostriedky. Tieto voľné prostriedky sú dostupné ako pre vlastníkov, tak pre veriteľov. Preto sa pri tejto metóde používa aj označenie **peňažné toky firmy** (FCFF – free cash flow to firm). [7,8,9]

FCFF sa počíta spravidla nepriamo metódou z výsledku hospodárenia. Kislingerová uvádza za východisko pre výpočet FCFF tzv. EBIT, teda výsledok hospodárenia pred zdanením a úrokmi. Má ťažkosť domnieva, že lepším východiskom pre určenie FCFF je užitie korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia, ktoré mu zodpovedá NOPAT, pretože obsahuje iba náklady a výnosy súvisiace s prevádzkovonutnými aktívami. [7,8]

Pri stanovení korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia je nutné dodržať určité zásady: [7,8]

- Neodpočítavať náklady na cudzí kapitál, (aby sme získali CF pre vlastníkov a pre veriteľov)
- nemal by obsahovať žiadne jednorazové položky,
- nemal by obsahovať žiadne položky súvisiace s majetkom prevádzkovo nie je nutným.

Potom FCFF sa stanoví ako: [7]

<i>Korigovaný prevádzkový zisk po zdanení</i> <i>+ Odpisy (prevádzkovonutného majetku)</i> <i>- Investície brutto (do prevádzkovonutného DMA pracovného kapitálu)</i>
<b>= FCFF</b>

Obrázok

k3: Výpočet FCFF [7]

### 6.1.2 Výpočet metódou DCF entity

V tomto modeli sa pracuje s peňažnými tokmi pre firmu ako celok. Potom aj diskontná miera musí odražať skutočnosť, že peňažný tok je určený ako veriteľom, tak aj vlastníkom. Diskontná miera musí byť potom určená pomocou WACC. [7]

#### Jednofázový prepočet

postup výpočtu hodnoty metódou DCF entity môžeme znázorniť nasledovne [7]:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (11)$$

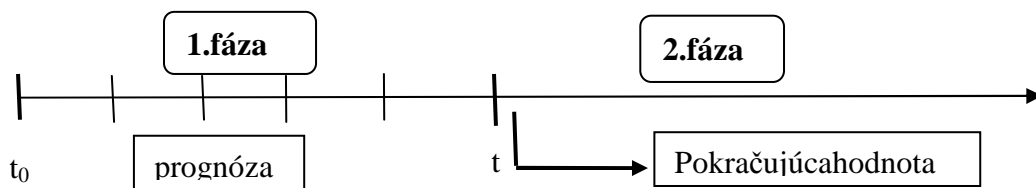
pre stabilný rast použijeme vzorec:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_1}{WACC - g_n} \quad (12)$$

#### Dvojfázový prepočet

Vychádza z jednoduchšej predstavy, že budúce obdobie možno rozdeliť na dve fázy. Prvá fáza zahŕňa obdobie, za ktoré sme schopní vypracovať plán (3–6 rokov). Druhá fáza potom obsahuje obdobie od konca prvej fázy do nekonečna. Hodnotu podniku v druhej fáze

nazývame aj ako pokračujúcu hodnotu. Dvojfázovú metódu môžeme znázorniť nasledovne: [6,7,8]



Obrázok 4: Dvojfázová

metóda DCF [6]

Hodnota podniku celkom

$$= \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} (1+WACC)^{-n} \quad (13)$$

### 6.1.3 Metóda DCF equity

Použitím metódy DCF equity, na rozdiel od vyššie popísanej metódy, vyčíslíme bezprostredne hodnotu vlastného kapitálu. Je to spôsobené tým, že táto metóda využíva priamo voľné peniaže (FCFE) anie voľné CF firmy. Pri zisťovaní FCFE vychádzame z FCF. Postup je nasledovný: [6,7,8]

<b>FCF entity</b>
- úrok z cudzieho kapitálu znížený o daňový štít
- splátky úročného cudzieho kapitálu
+ novoprijatý úročný cudzí kapitál
= <b>FCFE</b>

Obrázok 5: Vý

počet FCFE [7]

Takto získané peniaže diskontujeme iba nákladmi na vlastný kapitál ( $r_e$ ) a nie WACC ako pri metóde DCF entity. Výsledkom je potom výnosová hodnota vlastného kapitálu. Pokračujúcu hodnotu vyčíslíme na základe večnej renty alebo Gordonovho modelu, teda: [6,7,8]

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE \cdot (1 - r_e)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1}}{r_e - g} \cdot (1 - r_e)^{-T} \quad (14)$$

$g$  – predpokladané tempo rastu FCFE v druhej fáze horizontu budúcich rokov

Existuje dilema, či použiť dividendový model alebo FCFE. Dividendový diskontný model sa dá použiť predovšetkým tam, kde sú vyplácané dividendy a tam, kde je ťažké stanoviť

FCFE. V prípade, že máme k dispozícii dostatok informácií mali, by sme uprednostniť FCFE pred dividendovým modelom, pretože FCFE má väčšiu vypovedaciu schopnosť ako dividendy.[6]

## 6.2 Metóda kapitalizácie zisku

Model kapitalizácie zisku predstavuje **najjednoduchší a základný model**, pomocou ktorého možno stanoviť hodnotu podniku. V prvom rade treba povedať, že metóda kapitalizácie zisku je metódou „**netto**“, tzn. výnosovú hodnotu počítame z výnosu iba pre vlastníkov vlastného kapitálu a výsledkom je priamo hodnotu vlastného kapitálu.[3,6,9]

Metóda kapitalizovaných ziskov sa opiera o minulé výsledky. Jej východiskom sú vykázané zisky a rozvaha za posledných 3 až 5 rokov. Hoci je tento model jednoduchý, v praxi naráža na určité nedostatky. Autori zaoberajúci sa problematikou kapitalizácie zisku sa zhodujú na nasledujúcich predpokladoch, ktoré musia byť splnené pre fungovanie daného: [3,6,9]

- nekonečné dlhodobé trvanie firmy – táto podmienka je predmetom námietok,
- dokonalá znalosť výsledkov firmy v minulosti – rozumie sa máť k dispozícii VH za 3-5 období, poprípade aj výhľad do budúcnosti,
- investície sú uvažované do výšky odpisov – v prípade, že podnik hodlá investovať viac ako sú odpisy, potom sa uvažuje o navýšení vlastného imania podniku.

### 6.2.1 Stanovenie zisku pre potrebu metódy kapitalizácie zisku

Metóda kapitalizácie zisku si vyžaduje podrobné účtovné výkazy dôkladnej analýze. Pomôže tu nielen časový rad, ale aj trvale udržateľný zisk. Konkrétne to znamená, že zisk, ktorý je vykázaný v účtovníctve musí byť podrobený celému radu korelácií.[6,7]

Úpravy sú nasledujúce:[6,7,8,9]

- Je nutné vylúčiť náklady avýnosy majetku, ktorý nie je prevádzkovo nutný.
- Je nutné vylúčiť mimoriadne náklady avýnosy, ktoré sa nebudú opakovať.
- Nepravidelné výnosy a náklady sa odporúča priemerovať.
- Nutnosť zohľadniť vplyv tvorby a rozpúšťania ostatných tichých rezerv.

- Nutnosť výlučít metodické zmeny.
- Upravený výsledok hospodárenia je nutné zdaniť.
- Veľká pozornosť sa musí venovať odpisom. Je nutné, aby sa najviac približovali reálnemu opotrebeniu. Tejto požiadavke najviac vyhovujú lineárne odpisy. Je nutné výlučít výkyvy odpisov z taktických dôvodov. Je potrebné počítat odpisy z reprodukčných cien k dátumu oceňovania.
- Prímalých podnikoch je nutné zvažovať možnosť pripočítania mzdových podniku a daňových nákladov. Taktiež je nutné zistiť vplyv zložiek osobnej potreby zahrnutých daňových nákladov podniku, napr. osobný automobil.

### 6.2.2 Výpočet trvalého zisku

V nemeckej praxi sa používajú dve metódy odhadu trvalého zisku: [9]

- paušálna metóda,
- metóda analytická.

Podstatou **metódy paušálnej** je vážený aritmetický priemer minulých upravených ziskov: [9]

$$\text{Trvalý zisk} = \sum_{t=1}^K q_t \cdot Z_t \quad (15)$$

$Z_t$  – minulé upravené zisky

$q_t$  – váhy, ktorým je udelený význam zisku za určitý minulý rok pred odhad budúcего trvalého zisku

$K$  – počet minulých rokov zahrnutých do výpočtu

Autori sa zhodujú, že táto metóda je vhodná predovšetkým pre malé podniky a podniky, kde sa nepredpokladá väčšia dlhodobá rast. [6, 7, 8, 9]

**Metóda analytická** je vhodná všade tam, kde nie je možné použiť metódu paušálnu. Podstatou tejto metódy spočíva v stanovení radu upravených ziskov, v analýze vplyvov rozhodujúcich pre zaistený vývoj zisku a v posúdení zotrvalosti týchto faktorov ovplyvňujúcich ziskov zistení, či vznikli faktory nové. Na základe tohto rozboru sa odhadne vývoj trvalého zisku do budúcnosti. [7, 8]

### 6.2.3 Výpočet hodnoty podniku

V případě, že máme k dispozici **odhad trvale odnímateľného zisku**, môžeme určit výnosovú hodnotu podniku (HP<sub>v</sub>) pomocou nasledujúceho vzorca černej renty: [7,8]

$$HP_v = \frac{Z_t}{i_k} \quad (16)$$

Z<sub>t</sub> – trvalý zisk

i<sub>k</sub> – kalkulovaná úroková miera

Ak máme k dispozícii **rad budúcich trvalých ziskov**, môžeme použiť dvojjalebotroj fázovú metódu. Predvoj fázovú metódu použijeme v zorec: [7,8]

$$HP_v = \sum_{t=1}^n \frac{Z_{Tt}}{(1+i_k)^t} + \frac{Z_{Tn}}{(1+i_k)^n} \quad (17)$$

Z<sub>Tn</sub> – odhad trvalého zisku prerokt prognózy

n – dĺžka obdobia, pre ktorú sú schopní v jednotlivých rokoch odhadnúť zisk

Z<sub>Tn</sub> – trvalá veľkosť zisku v druhej fáze uvažovaného horizontu, tu predpokladáme stabilnú úroveň zisku.

V prípade obmedzenej životnosti podniku hodnotu spočítame ako: [7,8]

$$HP_v = \sum_{t=1}^n \frac{Z_{Tt}}{(1+i_k)^t} + \frac{L_n}{(1+i_k)^n} \quad (18)$$

L<sub>n</sub> – likvidačná hodnota na konci rokov

## 6.3 Rozdiely medzi diskontnými modelmi kapitalizáciou

Metódy kapitalizácie sa viac ako modely diskontné opierajú o minulé výsledky. V podstate sú metódy kapitalizácie skrátené verzie diskontných modelov. Zásadný rozdiel medzi diskontnými modelmi kapitalizačnými technikami spočíva v tom, že diskontný model predpokladá vyjadrenie budúcich výnosov vo forme časového radu a preto čítajú časnosti sa deje prostredníctvom diskontnej miery, ktorá má vedieť časovej transformácie úlohu miery výnosnosti. Naproti tomu kapitalizačný model pracuje s jedným výnosom, ktorý je predpokladaný kroku nasledujúceho po dátumu ocenenia a používa mieru kapitalizácie, ktorá v sebe zahŕňa najmä výnosovú, tak i návratnostnú zložku. [20,9, 12]



Investori merajú efektívnosť investície pomocou jej výnosnosti a zároveň pomocou návratnosti investície. V diskontných modeloch má diskontná miera funkciu miery výnosnosti a návratnosť je vyjadrená veľkosťou reziduálneho výnosu v závere časového radu, ktorý má absolútnu podobu. Tento výnos je umiestnený v čitateli diskontného vzorca a je teda hľadanej hodnote priamo úmerný. Pri kapitalizácii je výnosnosť a návratnosť zohľadnená v miere kapitalizácie, ktorá je vyjadrená relatívne v menovateli vzorca a hľadanej hodnote je nepriamo úmerná. To je základný dôvod, prečo je potrebné obidve miery rozlišovať. [20]

#### 6.4 Rozdiely medzi priamou a výnosovou kapitalizáciou

Veľmi zjednodušene možno výnosové kapitalizácie umiestniť niekam medzi diskontné modely a kapitalizáciu priamu, pretože oproti diskontovaniu používajú jednoduchšie nástroje a naopak, oproti priamej kapitalizácii sú sofistikovanejšie predovšetkým v tom zmysle, že síce vychádzajú z jediného typického ročného výnosu a kapitalizačného vzorca, avšak umožňujú zohľadniť aj ďalšie zmeny budúcich výnosov a hodnoty nehnuteľností v závislosti na predpovedaných tržných trendoch. [20]

Zažvonil definoval šesť výhod výnosovej kapitalizácie, ktoré sú nasledujúce: [20]

1. Prognóza budúceho výnosu sa realizuje relatívne ľahšie.
2. diverzifikujú riziko spojené s voľbou kapitalizačnej miery,
3. výsledky sú spoľahlivejšie, pretože berie do úvahy aj trendy budúceho vývoja výnosu,
4. princíp výnosovej kapitalizácie tvorí základ pre metódy, ktoré možno aplikovať v zložitejších prípadoch,
5. správnosť výsledku možno kontrolovať dodatočným diskontovaním,
6. mechanizmy výnosovej kapitalizácie umožňujú riešiť aj niektoré úlohy súvisiace napr. s investičným rozhodovaním.

#### 6.5 EVA ako nástroj oceňovania

Novým modelom, ktorý narozdiel od predošlých modelov DCF nepracuje s CF, ale je ukazovateľom, nesie názov EVA (ekonomická pridaná hodnota). Jeho tvorcami sú Američania

Benett Stewart, aA. Joel Stern. Eva predstavuje akčnú úlohu **revolúciu** v pohľade na meranie výkonnosti hodnoty podniku. [6, 11, 7]

Podobne ako pri metóde DCF možno použiť varianty výpočtu EVA pomocou **EVAentity**, **equity APV** (vzorce jednotlivých metód sú uvedené v prílohe č. 1). V praxi najviac používanou je EVAentity. Základné schéma pre výpočet EVA je nasledujúca: [7, 10]

Tržná hodnota operatívnych aktív
+ Tržná hodnota neoperatívnych aktív
- Tržná hodnota úročených aktív
<b>= Tržná hodnota vlastného kapitálu</b>

Obrázok 6: Výpočet tržnej hodnoty vlastného kapitálu [10]

Tržná hodnota operatívnych aktív je daná nasledovne: [7, 10]

Čistá operatívna aktíva (NOA)
+ Tržná pridaná hodnota (MVA)
<b>= Tržná hodnota operatívnych aktív</b>

Obrázok 7: Výpočet tržných operatívnych aktív [10]

MVA je potom súčasná hodnota budúcich EVA. MVA je akýsi prevádzkový goodwill. Je tu patrný vzťah s EVA. Zatiaľ čo EVA meria úspech spoločnosti v priebehu minulých rokov, MVA je pohľad do budúcnosti, ktorý odráža očakávanie trhu ohľadne perspektív spoločnosti. MVA môžeme spočítať dvoma spôsobmi: [7, 10, 17]

- **„Expost“** ako diferenciu medzi tržnou hodnotou podniku ako celku a hodnotou jeho aktív (NOA), teda MVA určuje najlepší a najlepší tržný kapitalizáciu, tzn. súčinnosť činnosti a ich aktuálnych tržných cien
- **„Exante“** ako súčasnú hodnotu budúcich operatívnych nadziskov (EVA)

Dostávame sa však k otázke, aký je význam majetkového ocenenia – substancej hodnoty (NOA) v rámci ocenenia podniku pomocou EVA. V prípade merania výkonnosti existuje medzi **NOA a EVA priamo úmerný vzťah**, a teda čím väčšie budú čisté operatívne aktíva, tým väčšia bude pridaná hodnota. V prípade otázky ocenenia podniku pomocou EVA je situácia odlišná. NOA má v tomto prípade menší význam a v dôsledku nemožnosti ovplyvniť vypočítanú hodnotu podniku. [7, 10]

### 6.5.1 Vzťah medzi ocenami pomocou DCF a EVA

Otázkou určenia vzťahu EVA k tradičným výnosovým metódam, predovšetkým k metóde diskontovaných peňažných tokov, sa zaoberal Lücke, ktorý v roku 1995 dokázal, že obe metódy ocenenia dospejú k **rovnakému výsledku**, a to ako pri nekonečnom raste, tak v jednotlivých krokoch (sú teoreticky rovnocenné), pokiaľ sú splnené podmienky: [7, 10, 11, 16, 19]

- oba metódy využívajú **rovnaké WACC**,
- prevádzkový zisk, z ktorého vychádza výpočet FCFF, t.j. korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia musí presne zodpovedať veličine NOPAT z metódy EVA,
- investovaný prevádzkový kapitál pri metóde DCF a **rovnako NOA**,
- dáta pre oba metódy musia byť čísla z rovnakoupravených účtovných výkazov.

Maříková upozorňuje na **dvazákladné problémy**, ktoré sa v praxi často vyskytujú: [19]

- Môže byť **porušená hodavstupných veličín** pri ich konkrétnom naplnení.
- Správny výpočet ukazovateľa EVA vyžaduje, aby boli účtovné údaje upravené a viac priblížené ekonomickej situácii podniku z pohľadu vlastníka. Z predchádzajúceho textu plynie, že podmienkou rovnakých výsledkov je uskutočniť tieto úpravy nielen pre metódu EVA, ale aj pre metódu DCF, aby sme získali zhodné vstupné veličiny. Úpravy pre metódu EVA sú dosť pracné (bližšie Maříková), a preto je vhodné položiť si otázku, do akej miery sú dané **opatrenia nutné** pre dosiahnutie zhodných výsledkov.

Veľká pozornosť by sa mala venovať **zahnutiu leasingu do NOA**, ktoré budú mať vplyv na výsledok ocenenia podniku a taktiež na rozhodnutia o vhodnosti metód. Maříková v svojej práci zdôrazňuje, že zahrnutie leasingu do vstupných údajov je vždy v prospech veci, avšak odporúča túto úpravu v prípade významného rozsahu leasingu a v prípade, že očakávané leasingové percento je výrazne odlišné od súčasných priemerných nákladov. V opačnom prípade je prínos väčší než zmeny vo výslednej hodnote ocenenia. Tento záver platí ako pre metódu EVA, tak aj pre metódu DCF. Avšak je dôležité si uvedomiť, že v prípade nezahrnutia leasingu do NOA dochádza k **skresleniu rozloženia** hodnoty v podniku medzi NOA a MVA v prípade, že oceňujeme metódou EVA. [19]

### 6.5.2 Výhody ocenění metodou založenou na EVA

EVA okrem ocenění podniku prináša aj ďalšie cenné informácie pre podnik, a to: [7, 16]

- EVA aj DCF používajú odhadované hodnoty, a práve tu EVA vykazuje svoje prednosti. Hodnoty výsledku hospodárenia podliehajú menším silným výkyvom, a preto ich môžeme presnejšie odhadnúť.
- vieme určiť, v ktorom roku podnik tvoril hodnotu pre vlastníkov a v ktorom nie,
- z výslednej hodnoty podniku vieme určiť, akú časť z nej tvorí počiatočný vklad a aká hodnota bolavytvorená ekonomickou pridanou hodnotou.

### 6.5.3 Postup ocenění metodou EVA

V praxi sa pri ocenění metodou EVA/MVA využívajú dva následujúce postupy: [10, 17]

1. oceňovateľ musí zistiť tržnú pridanú hodnotu spoločnosti (MVA),
2. taktiež musí zistiť známou hodnotu čistých operatívnych aktív (NOA),
3. a tržnú hodnotu prevádzkovon nepotrebných aktív (A),
4. potrebnú hodnotu tržnej hodnoty úročných dlhových (D).

Potom sa postupuje na základe nasledujúceho vzorca: [10]

$$\text{Hodnota podniku ako celku} \quad (V) = MVA + NOA + A - D \quad (19)$$

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 7 CHARAKTERISTIKA PODNIKU

Oceňovaná spoločnosť vykonáva svoju podnikateľskú činnosť pod obchodným názvom . Kúpele Trenčianske Teplice a.s. Jej sídlo sa nachádza na ulici T. G. Masaryka 21, 914 51 Trenčianske Teplice. K 31.12.2008 má priemerný počet zamestnancov 400.

### 7.1 História firmy

Prvý zápis o teplých prameňoch je z roku 1247. Najväčšiu zásluhu na rozvoji kúpeľov Trenčianske Teplice mala rodina Ilésházyovcov. V roku 1835 kúpil kúpele viedenský finančník Juraj Sina, ktorý ich prebudoval a modernizoval. Od konca 19. stor. sa začala v kúpeľoch poskytovať komplexná kúpeľná liečba. V roku 1909 boli kúpele predané maďarskej akciovej spoločnosti. V roku 1918 znovu zmenili majiteľov, a kúpeľov sa tak stala československá akciová spoločnosť. Od roku 1996 sa do ňu vnikol Slovenský chliebčebných kúpeľov, a.s. V súčasnosti spoločnosť nazýva Kúpele Trenčianske Teplice, a.s. [23]

### 7.2 Predmet podnikania

Predmetom podnikania je poskytovanie komplexnej kúpeľnej starostlivosti domácim a zahraničným pacientom. Pri činnosti využívajú predovšetkým prírodné liečivé zdroje, klimatické podmienky a súlade s metodikami lekárskeho odborného fyziatrie, balneológie a liečebnej rehabilitácie a súvisiacimi lekáskymi odbornosťami podľa indikačného zamerania prírodných liečivých prostriedkov. Okrem kúpeľnej starostlivosti poskytujú súlade s indikačným zameraním preventívne, rehabilitačné a rekondičné pobyty domácim a zahraničným pacientom. Predmetom podnikania je aj spolupráca s vedeckými odbornými inštitúciami a účasť na zdokonaľovaní a liečebných metód a poskytovaní zdravotníckych služieb, rozvíjanie prírodných liečivých zdrojov, zabezpečenie ich správnej funkcie a sledovanie chemické, fyzikálne a hygienické parametre a zabezpečenie ochrany prírodných liečivých zdrojov. Medzi ďalšie činnosti kúpeľov patrí udržiavanie, tvorba kúpeľného prostredia, dodržiavanie ustanovení kúpeľného štatútu, sledovanie dodržiavanie kúpeľného štatútu ostatnými subjektmi. Vykonávať ubytovacie, stravovacie a kúpeľnou liečbou súvisiace iné zdravotnícke služby v symbióze so zdravotníckymi zásadami. Vhodným záujemcom predávať služby pomocných prevádzok, ktoré preyšujú potreby prírodných liečivých kúpeľov, ako napr. zdravotnícku výrobu liečivých tepelnej energie. [22]

## 8 MAKROEKONOMICKÁANALÝZA

Za k ľúčové sú časti makrookolia môžeme považova ť faktory sociálne, technické atechnologické, ekonomické, politické alegislatívne prostredie. Tieto faktory vä čšou, čimenšousilouovplyv ňujú sú časnúpozíciu podniku, ako ajjeho budúci vývoj, ap ťretoschopnosť pochopiť zmeny v prostredí je ve ľmi významná. Vnasledujúcej PEST analýze sazameriame na identifikáciu faktorov, ktorých zme ňna by mohla ma ť zna čný dopad na oceňovaný podnik.

### 8.1 PESTanalýza

Tabu ľka1:PESTanalýzaoce ňovanejšpolo čnosti[vl.spracovanie]

Politickéalegislatívneprostredie	Ekonomicképrostredie
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vyhláška č.101/2006Z.z.</li> <li>• Zákon č.538/2005Z.z.</li> <li>• Zákon č.277/2001Z.z.</li> <li>• OslobodenieodDPHnavstupe</li> <li>• VstupdoEUaprijatieEURA</li> <li>• Parlamentnévo ľby2010</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nezamestnanosť</li> <li>• Hospodárskakríza</li> <li>• VývojHDP,inflácia</li> <li>• SilnýkurzEura</li> <li>• Disponibilnýdôchodokdomácností</li> <li>• Cenyenergie</li> </ul>
Sociálneprostredie	Technickéatechnologicképrostredie
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Životnáúroveň</li> <li>• Zdravýživotnýštýl</li> <li>• Starnutiepopulácieamobilita</li> <li>• Prístupkpráciavo ľbnému času</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informačnýintegra čnýsystém</li> <li>• Novétrendy</li> <li>• Audiovizuálnatechnika</li> </ul>

#### 8.1.1 Politickéalegislatívneprostredie

Existujúce legislatívne prostredie zaoberajúce sa k ťúpeľnou lie čbou je pomerne stabilné. Podnikanie je upravené **zákonom č.538/2005Z.z.** oprirodnýchlie čivýchvodách, prírodnýchlie čivýchkúpe ľoch, kúpe ľnýchmiestachaprirodnýchminerálnychvodáchaoz ťmene adoplnení niektorých zákonov a **zákonom č. 277/1994 Z.z.** ozdravotnej starostlivostí . Ďalej spoločnosti, ktoré chcú podniká ť v tejto sfére musia svoju činnosť vykonáva ť vsúlade s **vyhláškou** Ministerstva zdravotníctva SR **č. 101/2006 Z.z.** Tá pojednáva apresne definuje minimálne materiáľno-technické v ybavenie, minimálne personálne vybavenie a indikácie pod ľaprirodnýchlie čivýchvôd aklimatických podmienok vhodných na

liečenie. Zákony avyhlášky sa priebežne novelizujú, ale nedochádza pritom k zásadným zmenám. Otázkou však ostáva, či neprinesú významné zmeny parlamentné voľby 2010.

Podnikateľskú činnosť prírodných liečivých kúpeľov ovplyvňuje, čo sa týka daňovej povinnosti, aj zákon o dani z pridanej hodnoty. Spoločnosť sú podľa zákona **oslobodené od platenia výstupnej DPH** z tržieb za liečenie. Keďže si neuplatňujú celú DPH na výstupe, nemôžu si uplatňovať celú DPH na vstupe. Teda opoložku neuplatnená daň z pridanej hodnoty sa im zvyšujú náklady. **Vstup SR do EÚ** otvoril spoločnosť novú možnosť financovania svojej investičnej činnosti v podobe čerpania grantov z európskych fondov. Slovenská republika od 1.1.2008 **prijala jednotnú európsku menu EURO.**

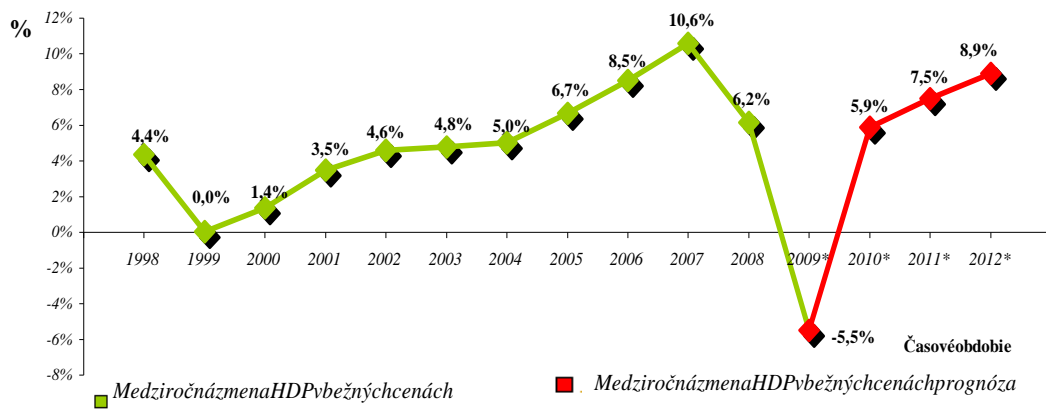
**Nová legislatíva** priniesla so sebou zvýšený záujem pacientov, ktorý im pobyt hradí zdravotná poisťovňa. Tá umožnila, aby sa cez poisťovne dostalo do kúpeľov viac pacientov. Hovorkyňa Apollakónštatovala, že v roku 2008 schválili o 38% liečebných pobytov viac ako v predchádzajúcom roku. [24]

### 8.1.2 Ekonomické prostredie

Dopady svetovej hospodárskej krízy najviac pocítili reštauračné zariadenia a penzióny. Naopak najmenej sa krízou dotkli liečebných kúpeľov a cestovných kancelárií. Vyplýva zo on-line dotazníkového prieskumu Slovenskej agentúry pre cestovný ruch (SACR). Viaceré z kúpeľov pocíťujú úbytok pacientov, ako aj Kúpele Trenčianske Teplice. Kúpeľný cestovný ruch sa nevyhol ani prepúšťaniu zamestnancov. Bardejovské kúpele do dnešného dňa v súvislosti s hospodárskou krízou prepustili približne 80 ľudí – masérov, upratovačiek, kuchárov. Podpredseda Asociácie slovenských kúpeľov Ján Šimko zhodnotil, že slovenským kúpeľom ubudlo v priemere 15% z klientely v dôsledku hospodárskej krízy. Pokles domácej klientely signalizuje **zlú finančnú situáciu obyvateľstva**, čo dokazuje aj spomalenie tempa rastu reálnych príjmov za 1. polrok 2009 o 1,1% oproti rovnakému obdobiu minulého roka. Čisté peňažné výdavky taktiež pocítil pokles o 4,8%. [25, 26, 29, 36]

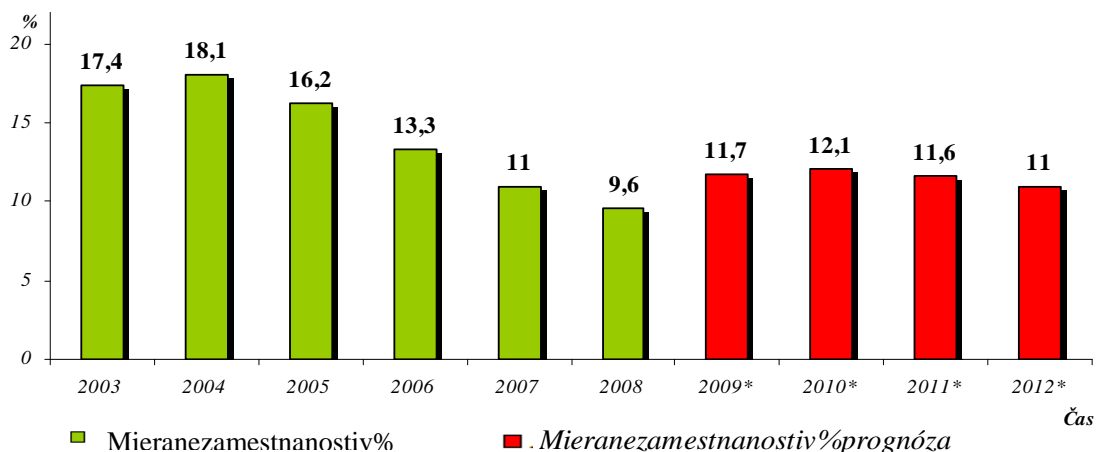
Graf č. 1 znázorňuje **vývoj HDP** v % - tuálnych medziročných zmenách v stálych cenách. Do r. 2007 môžeme tvrdiť, že SR rástla dynamickým tempom. Pokles HDP má na svedomí svetová hospodárska kríza. Analytici MF sa domnievajú, že v r. 2009 môže HDP dosiahnuť pokles až -5,5%. Analytici ďalej predpokladajú, že z krízy by sa SR mohla dostať v nasledujúcom roku za predpokladu, že porastie zahraničie, predovšetkým Nemecko. [35]





Graf1 :VývojHDPvpercentuálnychmedziročnýchzmenách[32]

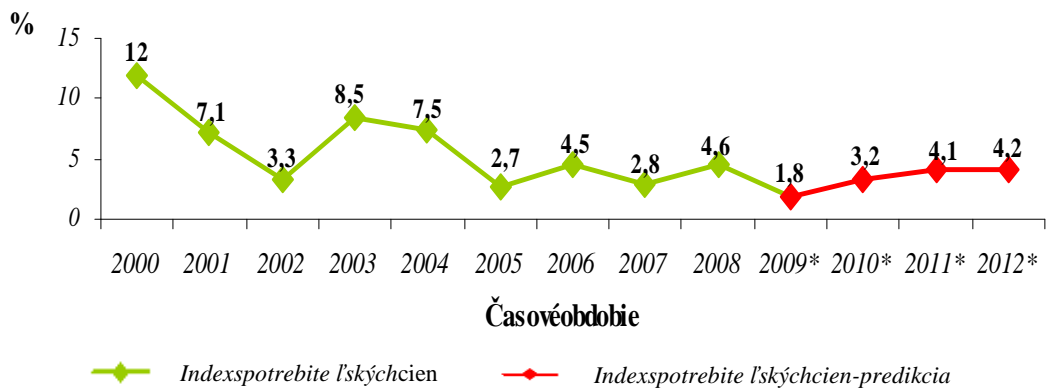
ZavedeniejednotnejmenynaSlovenskubolokrokomsprávnym.Avšakproblémomje **nízky kurz pri prepočte koruny na Euro**. Hoci ľudia tak majú pocit silnej meny, dopad na ekonomiku je nepriaznivý. Negatívnym javom silného Eura je stále výhodnejší nákup v zahraničí. Spotrebiteľia chodia prevažne nakupovať do Českej republiky a Maďarska. Silné Euro sa v kúpnej sile prejavilo v podobe poklesu českých čí nemeckých zákazníkov, ktorých odrádza okrem krízy aj silné euro. Viceprezident kúpeľov Aphrodite v Rajeckých Tepliciach tvrdí, že ceny tak cudzincom stúpili o 20 %.[24,30]



Graf2: Vývoj nezamestnanosti v percentuálnych zmenách[32]

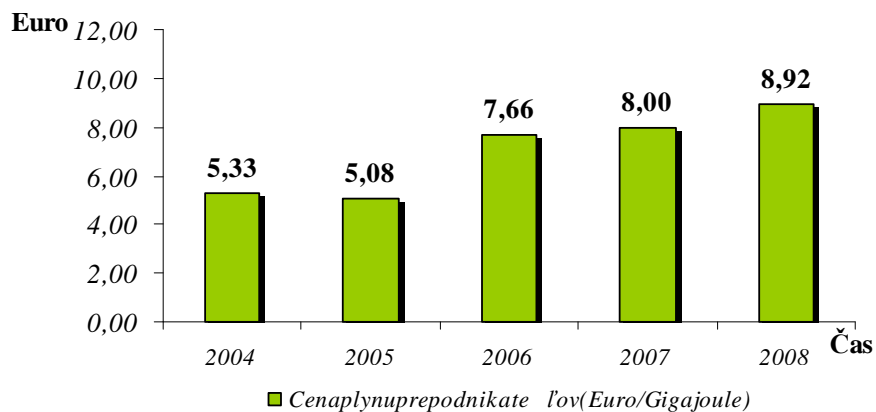
V Slovenskej republike sa do roku 2008 **nezamestnanosť** znižovala. Tento fakt podľa vyššie uvedeného grafu vývoja miery nezamestnanosti. Avšak je zrejmé, že rok 2009 vybočuje z doterajšieho klesajúceho trendu. Príčinou je hromadné prepúšťanie v dôsledku pretrvávajúcej hospodárskej krízy a nárast počtu absolventov bez práce. Ministerstvo fi-

nancií odhaduje na rok 2009 nezamestnanosť vo výške 11,7%. V roku 2010 by sa mohla priblížiť hranici 12,1%. Hoci sa o čakaá, že ekonomika sa v roku 2010 spamätá z nepriaznivých dopadov krízy, pracovný trh bude reagovať sur čitým oneskorením. Pre jeho obnovenie je nutné, aby sa najskôr zvýšil spotrebiteľský dopyt, čo povedie k zvyšovaniu objemu výroby a následne k obnoveniu dopytu po pracovnej sile. Z tohto titulu sa očakávajú mierny pokles nezamestnanosti až v roku 2011.



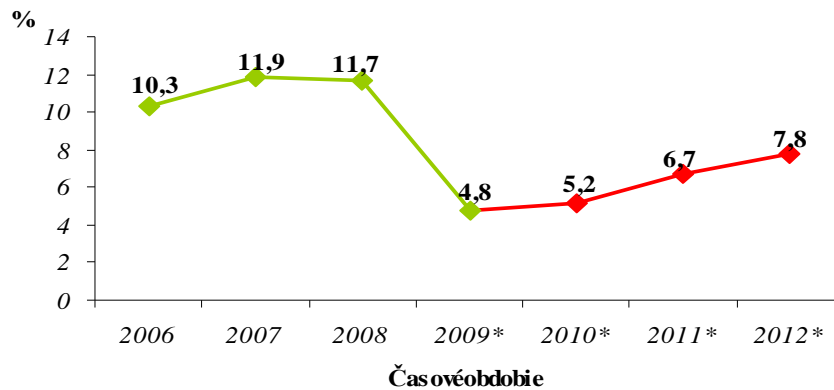
Graf 3: Medziročná zmena indexu spotrebiteľských cien v % [32]

Ceny na Slovensku v októbri 2009 prepísali históriu. Po prvýkrát sa nezvýšili, ale klesli. Cenová hladina bola v priemere o desatinu percenta nižšia ako pred rokom. Vyplýva to z údajov štatistického úradu únie Eurostat. Ministerstvo financií SR nepredpokladá defláciu, práve naopak, odhaduje v budúcnosti mierny nárast cenového indexu. Na rok 2010 sa hodnoty pohybujú okolo troch percent. V rokoch 2011 a 2012 by sa inflácia mala stabilizovať na hodnote okolo 4-roch%. O očakávaný vývoj cenových indexov môžeme hodnotiť pozitívne, pretože ak by deflácia trvala dlhšie, znížila by príjmy podnikov, menšie investície, pád platov a prepúšťanie. [31]



Graf 4: Vývoj cien plynu pre podnikateľov (Euro/Gigajoule) [32]

**Cena plynu** v uplynulých rokoch zaznamenala podstatný rast. Za tiaľ čov roku 2004 jeden gigojoule stál 5,33 Eur, v roku 2008 tomu bolo o 67 % viac, a to 8,92 Eur za gigojoule. V budúcom období môžeme očakávať pretrvávajúci rastúci trend. Táto skutočnosť sa prejaví v hospodárení spoločnosti v zvýšení prevádzkových nákladov. Preto je namiestne hľadanie nových možností úspor v oblasti energií.



■ Medziročná % - nazmenahrubého disponibilného dôchodu domácností  
 ■ Medziročná % - nazmenahrubého disponibilného dôchodu domácností - predikcia

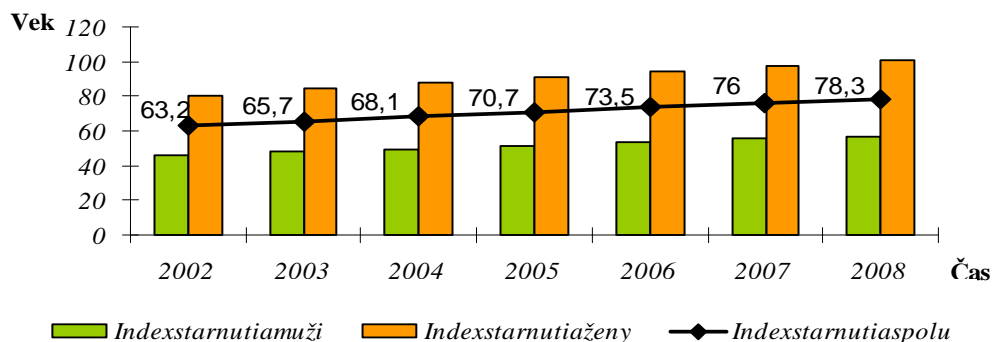
Graf 5: Medziročná zmena hrubého disponibilného dôchodu domácností [32]

Výška **disponibilného dôchodu domácností** je taktiež jeden z faktorov, ktorý má vplyv na hospodársky vývoj spoločnosti. Z grafu č. 5 je vidieť výrazný pokles, to ukazuje na negatívny vývoj, podpísaný hromadným prepúšťaním (nezamestnanosť) ako dôsledok svetovej hospodárskej krízy. Tento pokles sa môže prejavovať v znížení počtu klientov spoločnosti, a teda v jej nižších tržbách. Ministerstvo financií avšak očakáva v budúcom roku oživenie tempa rastu a opätovné nastolenie rastúceho trendu, teda existuje reálny predpoklad, že tento ukazovateľ sa bude vyvíjať v prospech Kúpeľov Trenčianske Teplice.

### 8.1.3 Sociálne prostredie

To, že **starnutie obyvateľstva** stáva závažným problémom, signalizujú stále zvyšovanie priemerného veku, (ktorý vsúčasnosti činí 38 rokov) a zhoršenie indexu starnutia. Ako je zrejmé z grafu č. 6, index starnutia pre ženy ako aj pre mužov má rastúci trend. V roku 2008 dosiahol index starnutia celkovú hodnotu 78. To znamená, že na 100 obyvateľov v veku 0–14 pripadá 78 obyvateľov v veku 65 a viac rokov. V budúcnosti môžeme očakávať, že sa situácia ešte zhorší. Podľa prognózy INFOSTAT-u do roku 2025 priemerný vek stúpne na 43 rokov a vzrastie index starnutia. [35]

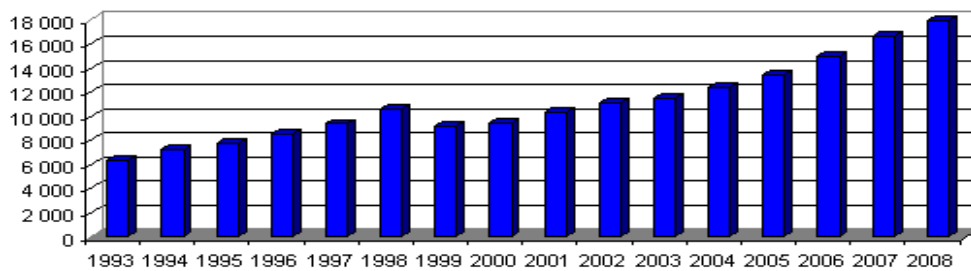
Otázkou stále ostáva, čo to znamená pre Kúpele Trenčianske Teplice a.s. Starnutie obyvateľstva ťaží spoločnosti výber kvalifikovaných pracovníkov a zároveň zvyšuje náklady. Populácia v dôchodkovom veku nedokáže splniť národné kritériá, ktoré sú kladené na potenciálnych zamestnancov. Zároveň ich zaučenie si vyžaduje dlhšiu dobu a dôvod horšej flexibility. Starnutie obyvateľstva ovplyvňuje aj štruktúru zákazníkov. Riaditeľ Trenčianskych kúpeľov Tomáš Vrankas domnieva, že práve starnutie obyvateľstva nemeckej populácie má za následok úbytok tradičnej nemeckej klientely. [24]



Graf 6: vývoj indexu starnutia za obdobie 2002–2008 ŠU [34]

**Zvýšená pracovná mobilita** mladých ľudí do zahraničia je jedným z najväznejších problémov nielen zahraničných investorov, ale aj domácich firiem v Slovenskej republike. Vyplyvato z internetového prieskumu portálov Jobs.cz a Profesia.sk. [27]

Mobilita je jedným z významných faktorov, ktoré ovplyvňujú aj spoločnosť Slovenské liečebné kúpele. Mnoho vzdelaných fyzioterapeutov, balneológov, ale aj managerov či doktorov odchádza do zahraničia, či do blízkej Českej republiky za vidinou lepšieho zárobku. Spoločnosti tak rastú náklady na udržanie si zamestnancov. Okrem vyššie zmienenej mobility a starnutia obyvateľstva spoločnosť vplýva ďalší významný sociálny faktor, a to životná úroveň obyvateľstva. Za základný ukazovateľ životnej úrovne obyvateľstva je HDP na obyvateľa podľa parity kúpnej sily.



Graf 7: Vývoj HDP na obyvateľa a podla parity kúpnej sily [28]

Veľmi kladne môžeme hodnotiť rastúci trend HDP na obyvateľa a podla parity kúpnej sily. Tento rastúci trend bol spôsobený zlepšením legislatívy, vstupom SR do EÚ, čo malo za následok rast investícií, odbúranie obchodných bariér a svojím dielom prispeli aj peniaze z európskych štrukturálnych fondov. Kúpele Trenčianske Teplice a.s., vnímajú tento fakt veľmi pozitívne. Spoločnosť má zato, že s rastom životnej úrovne porastú príjmy obyvateľov, zvýšia sa ich výdaje a im sa zvýši počet klientov.

S rastom životnej úrovne súvisí aj zmena postoja obyvateľov k práci a voľnému času. S vyššími príjmami sú ľudia ochotní menej pracovať a viac sa venovať voľnému času. Zároveň viac ľudí preferuje zdravý životný štýl (udržanie sviežosti, vitality a upevnenia zdravia). Najnovším trendom, predovšetkým v USA, je tzv. „kúpeľoch“. To spoločnosti prináša nové príležitosti a nových potenciálnych zákazníkov. [26]

#### 8.1.4 Technické technologické prostredie

Aby bola spoločnosť na trhu kúpeľných služieb úspešná, musí sledovať najnovšie trendy a inovovať, aby sa zabezpečila konkurencioschopnosť. **Nové trendy** prinášajú rozširovanie procedúr wellness, fitness a iné pohybové aktivity na voľný čas. Slovenské kúpele úspešne prešli obdobím váhania medzi komplexnou kúpeľňou a relaxačnými či regeneračnými preventívnymi programami. Ponechali klasickú kúpeľnú liečbu, ktorá poskytuje zvyčajne 3–4 procedúry denne a pridali nové zaujímavé balíky na prevenciu, štíhľosť, detoxikáciu a podobne. Terajší aktívni štyridsiatnici vyrastajúci v období wellness a zdravého životného štýlu budú o 20 rokov hľadať výhody komplexného kúpeľného pobytu. [26]

Súčasné moderné technológie prinášajú nové možnosti a efektívne riešenia pre hostia a zamestnancov. Vhodný informačný systém by mal poskytovať absolútne hladký priebeh celého procesu hotelových služieb od rezervácie cez ubytovanie, časovanie procedúr, on-line

hotelový kartový přístupový systém až po bezpečnostný kamerový systém a elektrickú požiarnu signalizáciu. Systém má predovšetkým zefektívniť prácu hotelového personálu, byť spoľahlivý v oblasti riadenia financií. Audiovizuálna technika je v kúpeľoch nevyhnutná. Príjemná hudba a obrazovka relaxačnýmizábermi patriadokúpeľov. [26]

### 8.1.5 Zhrnutie PEST analýzy

Z PEST analýz môžeme pozitívne hodnotiť rast životnej úrovne v období 1999–2008. Za normálnych okolností by sme mohli konštatovať, že rast životnej úrovne sa skladne prejaví v budúcom raste výdavkov domácností na kúpu ľahkej starostlivosti, čomu nahráva aj súčasný trend zdravého životného štýlu. Bohužiaľ sú súčasťou svetového hospodárskeho krízového následku zmeny smeru vývoja životnej úrovne rast sa otočil v pokles, ktorý čiastočne zmiernil pomalší rast cien. Negatívny vývoj pracovnej mobility a stagnácia obyvateľstva sa v spoločnosti prejavuje rastom nákladov na získavanie, zaškolenie nových zamestnancov a udržanie zamestnancov súčasných.

Vývoj ekonomického prostredia v súčasnosti diktuje aktuálna hospodárska kríza. Pokles HDP, rast nezamestnanosti, pomerne silné Euro, to všetko má za následok pokles počtu návštevníkov a domáciach tak aj zahraničných, pokles tržieb a zhoršenie celkovej hospodárskej situácie podniku. Pozitívne však je, že odborníci sa zhodujú, že ekonomika by mala v priebehu roku 2010 opäť rásť. Síce pracovný trh bude reagovať na ozdravenie oneskorene, stále sú vyhládka na budúci rok optimistickjšie. Z tohto dôvodu môžeme očakávať, že spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice bude v nasledujúcom roku vykazovať lepšie výsledky a je situácia sa zlepšuje.

Na záver môžeme konštatovať, že existuje **mnoho faktorov**, ktoré pozitívne či negatívne **ovplyvňujú** hospodárenie spoločnosti. Preto je nutné, aby spoločnosť venovala dostatočnú pozornosť analyzovaniu svojho okolia, a tak dokázala včasne identifikovať hrozby a prijať príslušné opatrenia. Taktiež je potrebné, aby sledovala nové trendy a dokázala sa im prispôbiť, pretože to je jednou zo základných podmienok udržania si konkurenčnej schopnosti.

## 9 RELEVANTNÝ TRH A JEHO PROGNOZA

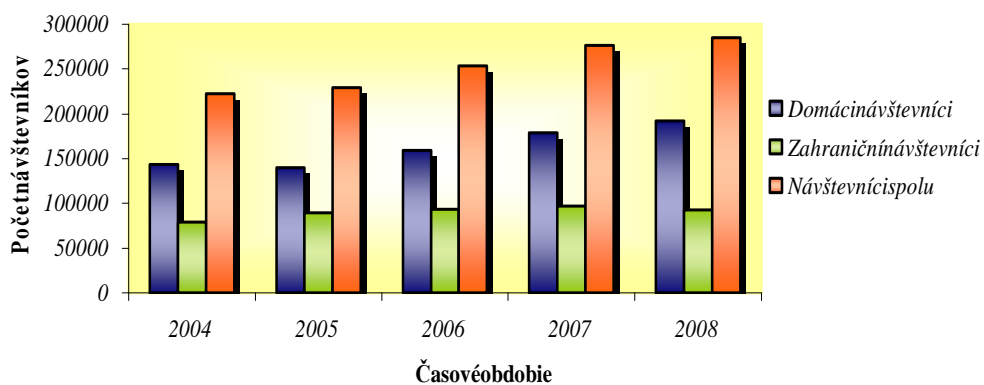
V tejto kapitole sa budem venovať vymedzeniu trhu poskytovateľa v kúpeľnej starostlivosti, a to pomocou veľkosti dopytu a vývoj cien. Na základe toho posúdim jeho atraktivitu a na črtnem prípadné príležitosti a hrozby spojené s trhom oceňovaného podniku. Svoju pozornosť zameriam na odhad relevantného regionálneho trhu, a ktorom oceňovanú spoločnosť pôsobí následne spracujem prognózu ďalšieho vývoja tohto trhu.

### 9.1 Relevantný trh

Poskytovanie kúpeľnej starostlivosti podľa SKNACE patrí do skupiny 8690 Ostatné zdravotnícke služby. Tento trh (odvetvie) môžeme jednoducho načrtnúť podľa ukazovateľa:

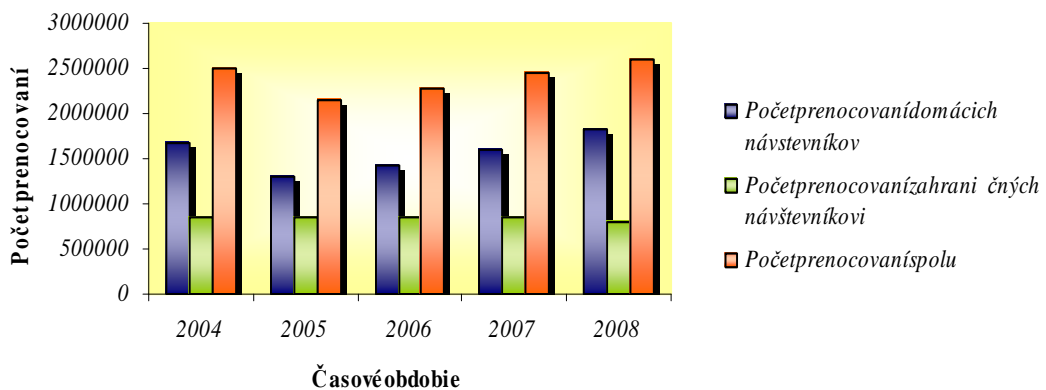
- Počet návštevníkov,
- počet prenocovaní,
- veľkosť tržieb za ubytovanie kúpeľníkov,
- priemerná cena za ubytovanie.

Počet návštevníkov slovenských kúpeľníkov z roka na rok pomaly stúpa. V r. 2004 kúpele navštívilo celkovo 222 859 ľudí. V r. 2008 to už bolo o 28% viac. Počet zahraničných zákazníkov je relatívne stabilný, aj keď od roku 2006 môžeme badať mierny pokles v ich návštevnom. Tento fakt môžeme pripísať vzrastajúcej príťažlivosti mliečarských, českých a poľských kúpeľníkov pre zahraničných (prevažne nemeckých) pacientov. Domáci pacienti, naopak, vykazujú rastúci trend. Ich počet sa oproti r. 2004 zvýšil o 34%. Na záver môžeme tvrdiť, že posledných 5 rokov bolo významným nárastom záujmu o kúpeľnú starostlivosť.



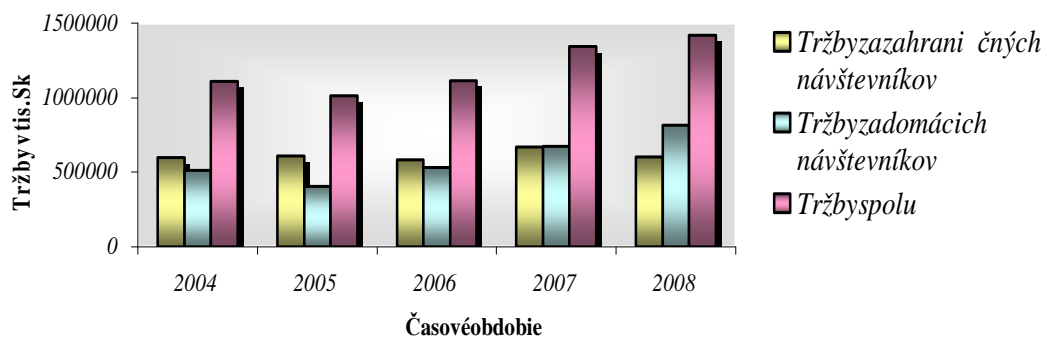
Graf 8: Vývoj počtu návštevníkov kúpeľníkov v SR [vl. spracovanie]

Ďalším ukazovateľom podľa ktorého môžeme posudzovať tržskú peňonulie čbou, je počet prenocovaní. Tenzao obdobie od roku 2004–2008 na dobúdala rastúci trend, avšak s výnimkou v roku 2005, kedy zaznamenal pokles oproti predchádzajúcemu obdobiu o viac ako 14%. Pokles sa prejavil ako následok úbytku prenocovaní domácej klientely (pokles oproti roku 2004 o 21%). Hoci v súčasnosti pretrváva svetová hospodárska kríza, pokles prenocovaní domácich návštevníkov nenastal. Tento fakt môžeme pripísať novej legislatíve, ktorá umožňuje dostať viac pacientov do kúpeľov cez poisťovne. Poisťovňa Apollo v roku 2008 schválila o 38% viac liečebných pobytov ako v predchádzajúcom roku. Počet prenocovaní zahraničných zákazníkov môžeme považovať za konštantný v období 2004–2007. Väčšina zahraničných zákazníkov je z Nemecka, ktoré bolo veľmi postihnuté krízou, nie je prekvapením mierne pokles (o 8%) prenocovaní zahraničných návštevníkov v r. 2008.



Graf 9: Vývoj počtu prenocovaní návštevníkov v kúpeľoch SR [vl. spracovanie]

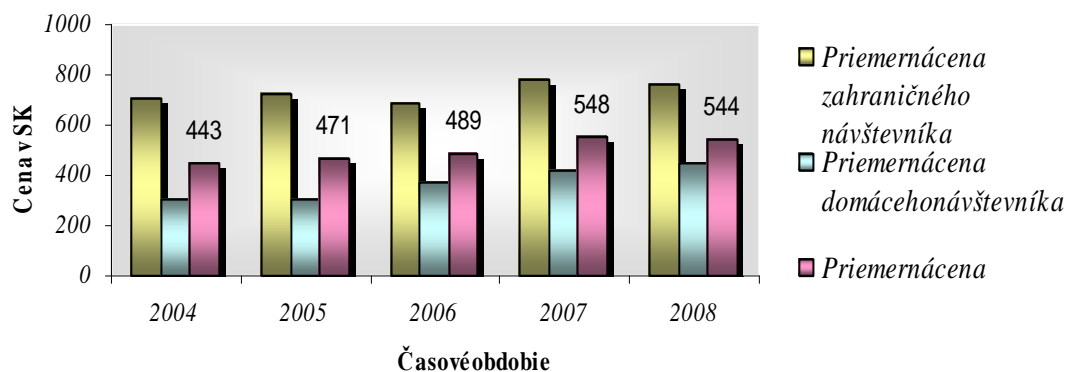
Vývoj celkových tržieb za ubytovanie v kúpeľoch v SR kopíruje vývoj návštevníkov. Rast tržieb za uplynulé štyri roky je veľmi pozitívum pre odborníkov v oblasti cestovníctva. Veľký podiel môžeme pripísať rastu tržieb za ubytovanie domácich zákazníkov. Tržby za ubytovanie zahraničných zákazníkov mierne kolísajú, avšak sú relatívne stabilné.



Graf 10: Vývoj tržieb za ubytovanie v kúpeľoch v SR [vl. spracovanie]



Vývoj priemernej ceny ubytovania v slovenských kúpeľoch zobrazuje graf č.11. Jemožné si všimnúť rozdiel medzi cenou pre domáceho a zahraničného návštevníka. Túto skutočnosť môžeme pripísaťväčšej norme spotreby potravín (voceňovanejšia spotreba potravín pre domáceho zákazníka cca 90 Sk a pre zahraničného zákazníka 350 Sk) a väčšej ziskovej marže zahrnutej v kalkulovanej cene. Priemerná cena za ubytovanie pre domácných zákazníkov vykazuje rastúci trend. V roku 2008 sa táto cena zvýšila o 6,6%. Navzdory rastúcim cenám ubytovania v kúpeľoch zaznamenávame aj rast záujemcov o kúpeľné pobyty. Priemerná cena za ubytovanie zahraničného zákazníka je v jednotlivých rokoch rôzna. Priebežne sa zvyšuje a znižuje, avšak popreložení lineárnou trendovou čiarou vykazuje mierne rastúci trend. Celková priemerná cena za ubytovanie v kúpeľoch pre obe kategórie zákazníka je v roku 2008 544 Sk, čo je oproti roku 2004 viac ako o 22%.



Graf 11: Vývoj priemernej ceny za ubytovanie v kúpeľoch v SR [vl. spracovanie]

### 9.1.1 Príležitosti a hrozby relevantného trhu

Ako všetky odvetvia, tak aj odvetvie poskytujúce kúpeľnú liečbu zasiahla pretrvávajúca globálna hospodárska kríza. Je veľmi dôležité, aby spoločnosť na ňu nešla ľadeliiba akona možnú hrozbu, ale aj ako príležitosť.

**Príležitosti**, ktoré sú spojené s trhom oceňovaného podniku:

- *Obnova kúpeľných budov* – nepríťažlivý vzťah medzi liečebnými domovmi neočarí zahraničných ani domácich návštevníkov. Rekonštrukcia si síce vyžaduje investície, ale neskôr sa prejaví vo zvýšenom počte návštevníkov a v vyššej objeme klientov.
- *Demografický vývoj nemeckej populácie* – Nemecká populácia starne. Seniori si predovšetkým žiadajú liečebné, preventívne pobyty. Sú s cestovaním a majú vysokú kúpyschopnosť.

- *Rozšíření a kvalita služeb* – dobudování wellness centra
- *Změna nákupních zvyklostí v důsledku změny životního stylu a růstu životní úrovně* – udržení si vitality a upevnění si zdraví se pro spotřebitelův stává čoraz více aviaci důležitější. Růst trend „Žijeme v kupě“ – „často činnost přináší apotencionálních zákazníků, kterých můžeme přilákat vhodně cílenou reklamou.
- *Získání certifikátu Eurospa-med* – mezinárodní certifikát kvality
- *Reštrukturalizace lidských zdrojů* – V rámci snižování nákladů je nutné uskutočnit personální audit, aby společnost zjistila, kteří pracovníci jsou nadbyteční a kteří jsou nutní. Takticky společnost může zvážit možnost přímupracovníků nadobudbu určitých (sezónu) namísto držby jejich po celý rok.
- *Optimalizace nákladů a snižování marketingových aktivit* – v období krize je nutné klást větší důraz na snižování nákladů. A jako možnost se nabízí snížení nákladů na reklamu, avšak dotakejmiery, aby nebyla ohrožena konkurenční schopnost firmy. Takticky společnost může zamyslet nad možností outsourcingu.

**Hrozby**, kterými jsou spojené s trhem ohrožované podniky:

- *Cestovní ruch v ČR* – v posledních letech nastal velký rozmach domácího cestovního ruchu v ČR, může negativně ovlivnit počet návštěvníků v ČR.
- *Cenová úroveň* – v minulosti byla cena pobytů v SR v porovnání s Německem podstatně nižší, v současnosti je skutečnost opačná. Mnozí poskytovatelé služeb nereagují na současné situace a neochotní přistoupit ke cenovým změnám.
- *Prijatie Eura* – může způsobit předražení kupovaných pobytů pro zahraničních klientů.
- *Pretrvávající hospodářská krize* – její dlouhodobé působení má na svědomí rast nezaměstnanosti, pokles disponibilního důchodu domácností a životní úrovně se odrazí v poklesu poptávky a nepříznivom hospodářskom vývoji kupovaných.

## 9.2 Atraktivita relevantného trhu

**Rast trhu** – Trh kupovaných službami starostlivostí o za posledné čtyri roky dosahoval pozitívne výsledky v podobe zvyšovania počtu návštevníkov a rastu tržieb za ubytovanie. Z toho dôvodu, sidovo ľujemhodnoti rast trhu pozitívny

**Veľkosť trhu** – veľkosť trhu je jednoznačne vymedzená tržbami za ubytovanie v kúpeľoch, po čtomprenocovaných dňoch, po čtomnášťevníkov.

**Možnosť substitúcie** – Prírodnú kúpeľnú starostlivosť možno nahradiť s časťou wellness procedúrami. Teda môžeme substitúciu považovať za veľmi málo hodnotiteľnú pozitívne.

**Intenzita konkurencie** – kúpeľnú starostlivosť v Slovenskej republike poskytujú prírodné liečebné kúpele (23) a kúpeľné liečebne (9). Jen utné ich šesť rozčleňovať podľa zamerania tzv. indikácií. Každá indikačná skupina má v priemere 6 poskytovateľov. Môžeme teda konštatovať, že intenzita konkurencie je priemerná.

**Bariéry vstupu** – bariéry vstupu do odvetvia sú pomerne veľké. Odvetvie je vysoko investične náročné, náročné na klimatické podmienky a na výskyt prírodných liečivých zdrojov.

**Štruktúra zákazníkov** – Takmer dve tretiny tvoria domáci návštevníci. Ide predovšetkým o ľudí v strednom a staršom veku. Tí prichádzajú dokúpeľňovbuď cez poisťovne alebo ide o samoplátcov. Z zahraničných klientov sú predovšetkým Česi, Nemci, Poliaci, Maďari, Rusi a Ukrajinci. V posledných rokoch sa zvyšuje počet mladších klientov, ktorí majú záujem predovšetkým o wellness produkty. Štruktúra zákazníkov hodnotíme ako priemernú.

**Vplyvy prostredia** – Aj keď na odvetvie poskytovateľov kúpeľnej starostlivosti pôsobia mnohé faktory (viď kapitola 8.1), nemôžeme tvrdiť, že by naň pôsobili silnejšie ako na hociktoré iné odvetvie. Preto vplyv prostredia považujeme za priemerný.

Tabuľka 2: Analýza atraktivity trhu oceňovaného podniku [vl. spracovanie]

Kritérium	Váha	Negatívne		Priemer			Pozitívne		Váha x body
		0	1	2	3	4	5	6	
Rast trhu	3						x		15
Veľkosť trhu	2				x				6
Intenzita konkurencie	3				x				9
Priemerná rentabilita	2			x					4
Bariéry vstupu	1						x		5
Možnosť substitúcie	1						x		5
Cítil. na konjunktúru	1				x				3
Štruktúra zákazníkov	2					x			8
Vplyvy prostredia	2				x				3

Maximálny dosiahnuteľný počet bodov je 102. Analyzovaný trh dosiahol 53 bodov, čo činí 51%. Môžeme teda skonštatovať, že atraktivita trhu sa pohybuje okolo priemeru.

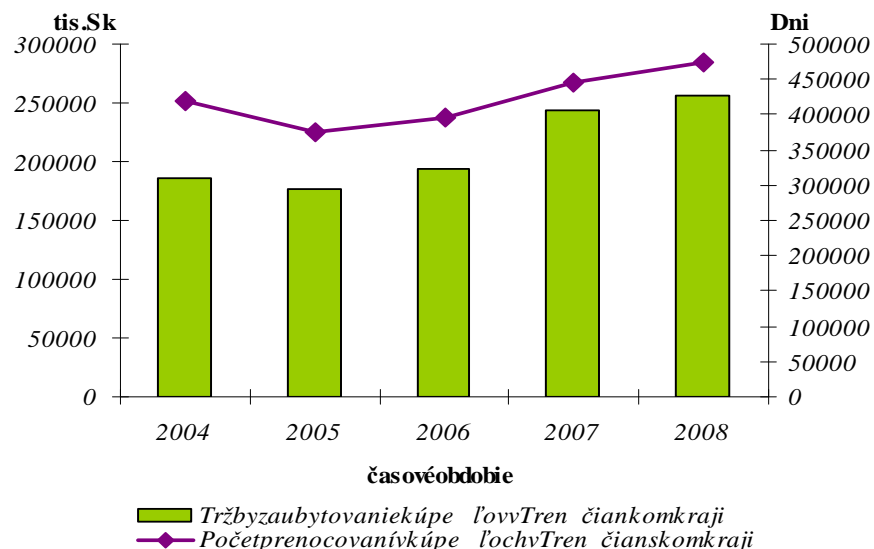
### 9.3 Regionálny relevantný trh

Spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. geograficky patrí do Trenčianskeho kraja. V rámci neho pôsobia v odvetvách kúpeľnej starostlivosti aj Kúpele Nimnica a.s., Kúpele Bojnica a.s. a KLÚM V SR ARCO. Regionálny relevantný trh môžeme vymedziť po čtom prenocovaní a tržbam za ubytovanie v kúpeľoch.

Keďže som nezískala priamo údaje o tržbách za ubytovanie v kúpeľoch za Trenčiansky kraj, ale iba počet prenocovaní v kúpeľoch v danom kraji, regionálny relevantný trh som odhadovala z tržieb za ubytovanie v kúpeľoch z celú SR. Vychádzala som z výšky tržieb za ubytovanie pripadajúcich na jedno prenocovanie. Tržby za ubytovanie v kúpeľoch v Trenčianskom kraji potom predstavujú súčet po čtom prenocovaní v danom regióne tržieb za ubytovanie pripadajúcich na jedno prenocovanie.

Tabuľka 3: Určenie relevantného trhu o celkové prenocovanie spoločnosti [vl. spracovanie]

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Tržby za ubytovanie SR v tis. Sk</b>	1110671	1013626	1113525	1343411	1417324
<b>Počet prenocovaní SR</b>	2506464	2151105	2277187	2453285	2606848
<b>Počet prenocovaní Trenč. kraj</b>	418511	373868	396017	446102	472739
<b>tržby za byt. Trenč. kraj v tis. Sk</b>	185452	176171	193649	244284	257025



Graf 12: Vývoj tržieb za ubytovanie v kúpeľoch

v Trenčianskom kraji [vl. spracovanie]

Graf č. 12 jednoznačně vymedzuje regionálně relevantní trh pomocí počtu prenocování a pomocí tržbami za ubytování v kúpeľoch Trenčianskeho kraja. Velikosti sú na sebe závislé, čo je možné badať aj na ich podobnom vývoji. V roku 2005 tržby a počet prenocování klesli. V nasledujúcom období došlo k zlepšeniu, hoci nebola prekročená hranica roku 2004. Posledné dve známe obdobia sú v znamení vzostupu.

### 9.3.1 Odhad vývoja relevantného trhu

Pri prognóze obdobia (2009–2012) relevantného trhu som využila regresnú analýzu, pričom sme vychádzala zo základného predpokladu vzájomnej korelácie HDP a tržieb relevantného trhu. Odhad je založený na jednej vysvetľujúcej premennej z dôvodu vysokej korelácie HDP s inými nezávislými premennými, ako je spotreba domácností a hrubý disponibilný dôchodok domácností. Odhadovaný vývoj regionálneho relevantného trhu je zobrazený v tabuľke č. 4.

Tabuľka 4: Prognóza vývoja relevantného trhu [v ľ.s. pracovani]

	V tis. Eur	Relevantný trh	Temporastu HDP	HDP
Skutočnosť	2004	5958,10	-	45128
	2005	5659,93	-5,0%	49280
	2006	6221,45	9,9%	55082
	2007	7848,23	26,1%	61501
	2008	8257,56	5,2%	67331
Prognóza	2009	7826	-5%	63608
	2010	8415	8%	67378
	2011	9202	9%	72418
	2012	10213	11%	78891
Priemerné tempo rastu relevantného trhu (2009-2012)				: 6%

Priemerné tempo rastu relevantného trhu za obdobie 2009–2012 je podľa ďalšie výpočty stanovené v výške 6%.

## 10 ANALÝZAKONKUREN ĀNEJSILYSPOLO ĀNOSTI

Vúvode tejto kapitoly som sa zamerala na stanovenie a vývoj tržného podielu Kúpeľov Trenčianske Teplice a.s. Následne som identifikovala hlavných konkurentov oceňovanej spoločnosti a zhromaždila všetky relevantné údaje, predovšetkým tie, ktoré majú zásadný význam pre hodnotenie konkurenčnej sily. Na základe týchto informácií som v závere kapitoly uviedla, čomôž spoločnosť považovať za svoj konkurenčnú výhodu.

### 10.1 Stanovenie tržného podielu Kúpeľov Trenčianske Teplice a.s.

Pri určovaní tržného podielu oceňovanej spoločnosti sme vychádzali z tržieb za ubytovacie zariadenia kúpeľov v Trenčianskom kraji za obdobie 2004 až 2008. Tržný podiel spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. potom vyjadríme ako podiel tržieb za ubytovanie spoločnosti na celkových tržbách za ubytovanie regionálneho relevantného trhu.

Tabuľka 5: Vývoj tržného podielu oceňovanej spoločnosti [vl.spracovanie]

Rok	Tržby relevantného trhu (Trenčiansky kraj)	Tržby Kúpele Trenčianske Teplice	tržný podiel spoločnosti
2004	185452	60794,27	32,8%
2005	176171	44104,46	25,0%
2006	193649	57239,40	29,6%
2007	244284	87787,16	35,9%
2008	257025	112309,73	43,7%

V roku 2004 spoločnosť mala takmer 33%-ný podiel na trhu. V nasledujúcom roku poklesol o 8%. V roku 2006 sa spoločnosť pomaly doťahuje na úroveň roku 2004. Rok 2007 a 2008 sú vznamení rastúceho tržného podielu, čo len dokazuje úspešnosť manažérov a riadenia spoločnosti a dosahovanie podnikových cieľov.

Na záver môžeme konštatovať, že spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s., od roku 2005 svoj podiel na trhu stabilne zvyšuje.

## 10.2 Určenie najväčších konkurentov

Ako konkurencia sa prejavujú výhradne kúpele srovnávaním akým indikačným zameraním, čo je liečba chorôb pohybového aparátu, neurologické ochorenia a kožné choroby. Na Slovensku existuje **jedenásť prírodných liečivých kúpeľov**, ktoré spoločne konkurujú.

Za najvýznamnejších konkurentov, ktorí predstavujú hrozbu spoločnosti, považuje Slovenské liečebné kúpele Piešťany a.s., Kúpele Dudince a.s. Najbližšia konkurencia je Kúpeľný ústav MV Arco, ktorý sa nachádza priamo v mieste sídl spoločnosti. Táto konkurencia je však je veľmi málo spoločnosť nepredstavuje žiadnu hrozbu. Ako zahraničnú konkurenciu sa javia predovšetkým kúpele v susediacom Poľsku, Maďarsku a Českej republike.

### 10.2.1 Slovenské liečebné kúpele Piešťany a.s.

Ide o najväčšie prírodné liečivé kúpele na Slovensku a spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. je zároveň najväčším konkurentom. Svetoznámymi sú hlavne vďaka moderným metódam liečby reumatizmu a iných ochorení pohybového aparátu. Kúpele ponúkajú podobne ako Kúpele Trenčianske Teplice a.s., liečbu prírodnými liečivými prostriedkami, pohybovú liečbu, masáže, vodoliečbu a teploliečbu, elektroliečbu a svetloliečbu. Okrem iného ako jediné kúpele tohto typu na Slovensku umožňujú pacientovi v anonymnom prostredí využiť služby **klinického psychológa**. Pre pacientov po ťažkých úrazoch a operáciách je v kúpeľoch dostupný aj **špeciálny logopéd**. Kúpele Piešťany a.s. od ostatných kúpeľov svojom druhom odlišujú aj prevádzkovaním **ergoterapie**. Je to liečba využívajúca pracovnú činnosť k dosiahnutiu lepšej obnovy funkcií organizmu.

Kúpele Piešťany a.s. poskytujú svojim klientom veľmi kvalitné ubytovanie. Hotel Thermia Palace, ktorý symbolizuje noblesu a eleganciu 30. rokov, je **prvý päťhviezdičkový kúpeľný hotel na Slovensku**. Hotely Balnea Grand, Balnea Splendid a Balnea Esplanade Palace ponúkajú okrem kvalitného ubytovania aj vynikajúcu medzinárodnú kuchyňu, zábavu, vodný a saunový svet.

Spoločenský program v kúpeľoch zabezpečuje **Spoločenské centrum**, v ktorom tí profesionálni pracovníci pripravujú pre hostí pestrý program koncertov, zábavných podujatí, klubových stretnutí, hudobné a tanečné festivaly, koncerty, výstavy výtvarného umenia. Pacienti si môžu oddýchnuť pri **športe** ako je golf (golfové ihrisko sa nachádza priamo na kúpeľnom ostrove), tenis, kanoistika, člňkovanie, jachting na rieke Váh, rybolov, vodné

lyžovanie, tandemový zoskok v Slávnici, pltníctvo, squash, turistika, cykloturistika, lyžovanie, bowling.

Spoločnosti Kúpele Piešťany sa darí aj po **hospodárskej stránke**. Podarilo sa jej v roku 2008 zvýšiť počet pacientov, čas premietlodorastu celkových výkonov. Zároveň spoločnosť bola nútená znížiť náklady, čo sa jej podarilo v oblasti osobných a finančných nákladov. Celkovo sa všetky uvedené zmeny pozitívne premietli do výsledku hospodárenia, ktorý predstavuje zisk vovýške viac ako 30 mil. Sk.

Tabuľka 6: Hospodárske skutočnosti firmy Kúpele Piešťany s.r.o. [vl.spracovanie]

	2008	2007
<b>Počet klientov</b>	<b>59254</b>	<b>58353</b>
% zahraniční klienti	57,68%	59,69%
<b>Celkové výkony (tis. Sk)</b>	<b>1202417</b>	<b>1120193</b>
% zahraničné tržby	54,76%	58,67%
<b>Celkové náklady (tis. Sk)</b>	<b>1172188</b>	<b>1145047</b>
z toho: výrobná potreba	415711	394326
osobné náklady	412607	433292
finančné náklady	47283	49529
ostatné náklady	284226	270022
<b>Zisk/strata</b>	<b>30229</b>	<b>-24854</b>
<b>Investičná výstavba (tis. Sk)</b>	<b>185140</b>	<b>92766</b>
<b>Prepočítané na 1 pracovníka</b>	<b>1333</b>	<b>1379</b>

Tabuľka 7: Plánované hospodárske skutočnosti Kúpeľov Piešťany [vl.spracovanie]

<b>Výnosy 2009</b>	38123 tis. eur
<b>Náklady 2009</b>	38016 tis. eur
<b>Hospodársky výsledok 2009</b>	107 tis. eur

Spoločnosť sa v budúcnosti hodlá zamerať predovšetkým na stabilizáciu na trhu SRN, v Izraeli a arabských štátoch. Jej cieľom je vytvoriť nové trhy v Rusku, v ostatných krajinách bývalého SNŠ, v Nórsku, Holandsku, Švédsku, Egypte, Rakúsku a v starých spolkových krajinách SRN. Vzhľadom na problémy domácich poisťovní očakávajú pokles klie-



tely zo Slovenska. V roku 2009 uvažujú s rozšírením sortimentu poskytovaných služieb. Spoločnosť predpokladá v roku 2009 realizáciu investičných akcií, modernizáciu a nákup strojov a zariadení súvislostis vývojom ekonomických situácií a cashflow.

### 10.2.2 Kúpele Dudince a.s.

Kúpele Dudince a.s. ponúkajú svojim pacientom základné procedúry, medzi ktoré patrí telesná výchova, vodoliečba, masáže, elektrolyčba a minerálne kúpele. Okrem základných produktov sú návštevníkom kúpeľov dostupné takzvané nadštandardné služby, ako lymfodrenáž, lymfodrenáž tváre, anticelulitídna masáž, japonská masáž, medová masáž, masáž horúcimi kameňmi, zlatý zábal slnko a iné, ktoré poskytujú takisto aj Kúpele Trenčianske Teplice a.s.. Kúpele Dudince a.s., sú jedny z kúpeľov, ktoré sa zaoberajú metódou **bankovania**.

Z konkurenčnú výhodu Kúpeľov Dudincem môžeme považovať **Vitálny svet Wellnea**, ktorý je prevádzkou od roku 2006 a teší sa obľubou všetkých vekových kategórií klientov. Vitálny svet predstavuje komplex sáun, masáží, solárií, whirlpool, vírivých bazénov a oddychovej zóny. Kúpele Dudince, tak ako aj Kúpele Trenčianske Teplice, uviedli do prevádzky **thajskú masáž** a thajskú masáž chodidiel.

V rámci zvyšovania kvality svojich poskytovaných služieb kúpele uskutočnili v roku 2007 kompletnú rekonštrukciu **liečebného domu Rubín**. Druhým **liečebným domom je Smaragd**, v ktorom bola uskutočnená rekonštrukcia sociálnych zariadení a čiastočná modernizácia interiérov. Liečebný dom Smaragd je vhodný aj pre uskutočňovanie kongresov a konferencií. K tomu má k dispozícii dva salóniky, veľký kongresový sál a je vybavený základnou prezentačnou a tlačiacou technikou.

Návštevník kúpeľov si svoj pobyt môže spríjemniť **squashom**, bowlingom, stolným tenisom, biliardom, aerobicom, návštevou fitness centra, petanqueom, bedmintonom, bicyklovaním, či návštevou plážového ihriska a vonkajšieho bazénu. Pre návštevníkov je pripravený aj bohatý **kultúrny program** (spoločenské hry, tanečné večierky, koncerty, vystúpenia), ktorý sa stará animačné oddelenie. Okrem toho je pacientom dostupná knižnica, kino a rôzne prednášky.

Kúpele Dudince sú od roku 2008 členom združenia **Balneacuster Dudince**, ktorého cieľom je organizovať rôzne akcie a podujatia pre návštevníkov mesta Dudince a podporovať

kultúrny,folklórny,spolo ěenskýašportovýživotvmeste.Rok2008prespolo ěnosťKúpeleDudincea.s.predstavuje **obratvrealizácii tržieb** avgenerovanípriaznivéhohospodárskehovýsledku,alenadruhejstraneboltorokútlmuinvestičnýchpočinov.Hocipoklesol početklientov,výkonyvzrástli.AjKúpeleDudinceasnažiaredukovaťsvojenáklady,čo sa podarilo voblasti výrobnéj spotreby afinan čných nákladov. Výsledok hospodárenia spoločnosťoprotipredchádzajúcemurokuzvýšilatakmerom78% .

Tabu ľka8:Hospodárskeskuto ěnostiKúpe ľovDudincea.s.[vl.spracovanie]

	2008	2007
<b>Početklientov</b>	<b>12873</b>	<b>15896</b>
<b>Celkovévýkony(tis.Sk)</b>	<b>214078</b>	<b>190267</b>
<b>Celkovénáklady(tis.Sk)</b>	<b>187298</b>	<b>175743</b>
ztoho:výrobnáspotreba	69303	69899
osobnénáklady	60753	55673
finančnénáklady	9720	9880
ostatnénáklady	12707	10195
<b>Zisk/stratapozdanení(tis.Sk)</b>	<b>26780</b>	<b>14524</b>
<b>Investičnávýstavba(tis.Sk)</b>	<b>8914</b>	<b>101716</b>
<b>Prepočítanýpo četpracovníkov</b>	<b>234</b>	<b>241</b>

Tabu ľka9:Plánovanéhospod.skuto ěnostiKúpe ľovDudincea.s.[vl.spracovanie]

<b>Výnosy</b>	200954tis.Sk
<b>Náklady</b>	179413tis.Sk
<b>Hospodárskyvýsledok</b>	21541tis.Sk

Spoločnosť sa v roku 2009 chce zamera ť na finan čnú stabilizáciu z poh ľadu zníženia cudzích zdrojov asústavnýmcielenýmznižovanímnákladov naspracovanieprojektovej dokumentácieprestavebnépovolenieLÚSmaragdapo časjehorekonštrukcienuhradi ť výpadoctržieb.

### 10.3 Zhodnotenie konkurenčnéj sily spoločnosti

Konkurenčnú silu spoločnosti môžeme vyvodiť z základnej analýzy, ktorá pozostáva z hodnotení priamych a nepriamych faktorov. Ku každému faktoromôže byť pridelených 0 až 6 bodov, pričom pri každom z faktorov je uvedená váha. Pri jej stanovení sme vychádzali z dôležitosti jednotlivých faktorov, ktorú sme určili na základe konzultácie s finančnou riaditeľkou spoločnosti.

Tabuľka 10: Analýza konkurenčnej sily spoločnosti [vl. spracovanie]

	Kritérium	Váha	Konkurencia						Váha x body	
			má prevahu			Priemer				Podnik má prevahu
			0	1	2	3	4	5	6	
Priame faktory	Cenová úroveň	3						x		15
	Kvalita služieb	2				x				6
	Šírka sortimentu	1				x				3
	Intenzita reklamy	2				x				6
	Image firmy	1				x				3
	Kvalita ubytovania	3			x					6
	Využitie prostredia	1						x		5
	Voľnočasové aktivity	2			x					4
Nepriame faktory	Kvalita managementu	3						x		12
	Výkonný personál	2					x			8
	Majetok a investície	2				x				6
	Finančná situácia	2				x				6
	<b>Celkom (max. 144)</b>	<b>24</b>								<b>79</b>

**Cenová úroveň** – ceny liečebných pobytov sa pohybujú približne na rovnakej úrovni ako má konkurencia. Výhodou Kúpeľov Trenčianske Teplice a.s. je výrazne nižšia cena procedúr presamoplatcov. Preto sa domnievam, že v tejto oblasti má podnik výhodnú konkurenciu.

**Kvalita služieb** - Kvalita služieb neostáva za kvalitou služieb svojich dvoch najväčších konkurentov. Hodnotím ju za priemernú a bodove ju uplnici číslom 3.

**Šířka sortimentu** – sortiment ponúkaných služieb je síce široký, avšak s výrazne nižšími cenami ako konkurentov. Z tohto dôvodu hodnotím šírku sortimentu za priemernú.

**Image firmy** – Kúpele patria v liečbe pohybového aparátu už dlhodobo k najvyššiemu radu a najvyššiemu slovenským kúpeľom, o čom svedčí množstvo stále sa vracajúcich klientov.

**Kvalita ubytovania** – Ubytovanie v kúpeľoch je zabezpečené siedmimi liečebnými domami. Bežné vybavenie izieb predstavuje WC, sprcha/vaňa, telefón, TV-set. Izby vyššej kategórie sú vybavené aj chladničkou a balkónom. Samozrejme pre klientov sú pripravené aj apartmány. Liečebné domy Pax a Krym zabezpečujú v rámci jednej budovy stravovanie, liečebné procedúry, doplnkové služby, ako nočný bar, kaviareň, zmenáreň, kaderníctvo, pedikúra a parkovisko priamo pred liečebným domom. Za veľký nedostatok môžeme považovať skutočnosť, že spoločnosť nedisponuje ani jedným štvorhviezdičkovým ubytovacím zariadením.

**Využitie prostredia** – Trenčianske Teplice majú priaznivú klímu pre rekreáciu a kúpeľnú liečbu. Hlavným činiteľom je nadmorská výška 272 metrov nad morom. Okolité zalesnené strány a ideálna chránená poloha tvorí pre kúpeľníkov vhodné podmienky pre celoročnú prevádzku. Kúpele Trenčianske Teplice patria medzi tie kúpele, ktoré si zachovali ráz čisto kúpeľného mesta. Vzduch je čistý, svieži, bez exhalátov priemyselných podnikov.

**Voľnočasové aktivity** – Pre pacientov sú pripravované rôzne kultúrne podujatia ako koncerty, promenádne koncerty, tanečné večery so živou hudbou a iné kultúrno-sportové akcie. Pacienti môžu vyplniť voľný čas tenisom, turistikou, minigolfom, cyklistikou, či časom stráveným v knižnici. Od konca roku 2008 je pre návštevníkov dostupný vonkajší termálny bazén Grand. Za nedostatok považujem absenciu bowlingu, biliardu, pétanque, badmintonu či saunového sveta.

**Kvalita managementu** – Management kúpeľov je vysoko kvalifikovaný. Je schopný vytvoriť víziu a stratégiu. Bežnú činnosť plánuje pravidelne a detailne. Dokáže rýchlo prijať rozhodnutia a má realistický pohľad na príležitosti a hrozby.

**Výkonný personál** – Poskytovanie kúpeľnej starostlivosti je závislé na pracovníkoch s špeciálnou kvalifikáciou. Pozitívne môžeme hodnotiť, že spoločnosť má dostatočné množstvo pracovníkov s potrebnou kvalifikáciou. Zároveň fluktuácia pracovníkov sa od roku 2004 znižuje, pričom v roku 2008 bola 0,3%. Osobné náklady sa vyvíjajú pomerne

**Majetok a investície** – Investičná činnosť spoločnosti sa orientuje na realizáciu nových zariadení, modernizáciu a rekonštrukciu súčasných zariadení. V roku 2008 sa uskutočnila obnova a modernizácia zariadení za 5390 tis. Sk. V tomto istom období začala spoločnosť výstavbu vonkajšieho bazéna Grand (30000 tis. Sk). Veľký dôraz je kladený aj na údržbu, na ktorú bol vynaložený náklad v výške 3208 tis. Sk.

**Finančná situácia** – finančnú situáciu spoločnosti môžeme považovať za priemernú sporovnaním s najväčšími konkurentmi.

### 10.3.1 Záver zhodnotenia konkurenčnej sily spoločnosti

Konkurenčná sila spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. sa pohybuje okolo priemeru konkurentov (52,7%). Za **konkurenčnú výhodu** môžeme považovať:

- kvalita managementu,
- využitie ekológie,
- cenová úroveň.

V oblasti voľnočasových aktivít spoločnosť mierne zaostáva. Tohto nedostatku si je vedomá a rámcami zvyšovania svojej konkurenčnej schopnosti do plánu investícií už zahrнула budovanie wellness centras vírivkami, saunami, soľnou jaskyňou a masážami.

Taktiež ubytovanie je na priemernej úrovni. Keď chce spoločnosť naďalej patriť medzi vyhľadávané kúpele, musí ako aj ostatní konkurenti uskutočniť kompletnú modernizáciu. Nový management si uvedomuje aj túto skutočnosť, a preto je do budúcnosti plánovaná rekonštrukcia dvoj-hviezdičkového liečebného domu Pax na komfortné štvorhviezdičkové ubytovacie zariadenie. Následne prebehne rekonštrukcia liečebného domu Krym z trojhviezdičkového na štvorhviezdičkový hotel.

## 11 FINANČNÁ ANALÝZA OCE ŇOVANEJ SPOLO ČNOSTI

Vo väčšine situácií si pri hodnotení výkonnosti podniku nevystačíme iba so samotnou finančnou analýzou, ale je potrebné zistiť stav porovnaním s niejakým spôsobom prostredím. Medzi najčastejšie spôsoby patrí porovnanie so odvetvím. Keďže v našom prípade nemáme dostatočné údaje o odvetví, v ktorom pôsobí spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s., nemôžeme uskutočniť porovnanie. Preto budeme porovnávať oceňovaný podnik s konkurenciou a to konkrétne s Kúpeľmi Dudince a.s. Tiesme vybrali v dôsledku najväčšej podobnosti, čo sa týka dovedenia spoločnosti.

### 11.1 Horizontálna a vertikálna analýza rozvahy

Pri pohľade na absolútne ukazovatele (viď príloha PII) je patrné, že spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s., patrí do **investične náročného odvetvia**, o čom svedčí v priemere 78%-ný podiel dlhodobého majetku. Porovnaním absolútnych ukazovateľov súvahy vidíme, že spoločnosť zaznamenala v roku 2008 oproti predchádzajúcemu obdobiu určité zmeny. Dlhodobý hmotný, ako aj nehmotný majetok, zaznamenal pokles oproti predchádzajúcemu roku o takmer 42% a 70%. Túto skutočnosť vysvetľuje fakt, že spoločnosť predchádzala obdobím reštrukturalizácie majetok, ktorý nebol plne využitý, predala. U konkurenčnej spoločnosti Kúpele Dudince a.s. dlhodobý hmotný majetok neklesá, (čo je výsledkom investičnej činnosti) na rozdiel od dlhodobého nehmotného majetku, ktorý sa v roku 2008 znížil o 88%. V porovnaní s konkurenciou môžeme vidieť, že DFM za rok 2007 a 2008 oceňovaná spoločnosť vykazuje v neobvykle vysokej hodnote. Na bilančnej strane sa v roku 2008 podieľal 32%-tami. Tento majetok obsahuje dlhodobé poskytnuté pôžičky obchodným partnerom.

V roku 2006 činil obežný majetok 21% z celkovej hodnoty kapitálu podniku. Najväčšou zložkou obežných aktív bol v tomto roku krátkodobý finančný majetok. Pozitívne môžeme hodnotiť, že spoločnosť disponovala dostatočným množstvom finančných prostriedkov a nepotrebovala svojej činnosti bankové úvery. Negatívne musíme hodnotiť fakt, že na svojich bankových účtoch držala neadekvátne veľké množstvo finančných prostriedkov vzhľadom k potrebám firmy (hotovostná likvidita má hodnotu 5). Tým pádom sa spoločnosť pripravuje o možnosť získania investičných výnosov. Zásoby držala spoločnosť, v porovnaní s konkurenciou, na relatívne vysokej úrovni. V roku 2007 spoločnosť optima-

lizoval hospodárenie s obežným majetkom a začal znížiť zásoby, krátkodobý finančný majetok. V oblasti **krátkodobých pohľadávok** je na tom konkurencia lepšie. Tie od roku 2006, kedy tvorili 9% z bilančnej sumy, poklesli na 5% z celkových aktív. U oceňovanej spoločnosti, na rozdiel od konkurencie, krátkodobé pohľadávky vykazujú rastúci trend a v roku 2008 sa podieľali až 25% na celkovom majetku. Toto výrazné navýšenie môžeme pripísať postúpenej pohľadávke, ktorú Kúpele Trenčianske Teplice a.s. odkúpili vo výške 56994 tis. Sk. a uhradenej pohľadávke zapredaný majetok vo výške 75000 tis. Sk.

Na celkovej hodnote pasív za obdobie 2006 a 2007 takmer 95% podieľa VK a iba 5% predstavujú CZ. V nasledujúcom období sa podiel na pasívach zmenil na 87% VK a 13% CZ. Z toho môžeme zistiť, že celková záťaž spoločnosti je minimálna, čo znižuje riziko pre akcionárov. Pri porovnaní konkurenčnou spoločnosťou zistíme, že Kúpele Dudince a.s. majú podstatne nižší VK (v priemere okolo 53%). Je to spôsobené výrazným rozdielom v hodnote položky Fondy zo zisku. Tie u konkurenčnej spoločnosti dosahujú v roku 2006 iba 22516 tis. Sk. a v roku 2007 sú nulové (boli použité na pokrytie straty z predchádzajúceho roku). Oceňovaná spoločnosť tieto fondy tvorila vo všetkých obdobiach v priemernej výške 166744 tis. Sk.

V r. 2006 dosiahla oceňovaná spoločnosť stratu vo výške 24899 tis. Sk. Spoločnosť mohla túto stratu uhradiť z KF a fondov zo zisku, a aj potom by mal stále dostatok VK na krytie dlhodobých aktív, pričom ešte ostáva časť vlastného kapitálu, ktorá kryje čiastočne aj krátkodobé aktíva. Z toho môžeme vyvodiť, že spoločnosť **dodržala** vo všetkých sledovaných rokoch **zlaté pravidlo financovania** a používa konzervatívnu stratégiu financovania.

Oceňovanej spoločnosti od roku 2006 výrazne vzrástli dlhodobé záväzky (485%). V porovnaní s konkurenciou majú kúpele Trenčianske Teplice a.s. aj ponárate výrazne nižšie dlhodobé záväzky, ktoré sa v rokoch 2006 a 2007 pohybovali vo výške 0,05-0,17% z celkových pasív, zatiaľ čo u konkurenta predstavovali až 13% z celkového kapitálu. Rovnako ako dlhodobé, tak aj krátkodobé záväzky zaznamenali rastúci trend, pod ktorý sa podpísalo väčšie množstvo prijatých záloh. Pri porovnaní výšky bankových úverov s konkurenciou zistíme, že oceňovaná spoločnosť do roku 2008 nevykazovala žiadne úvery, zatiaľ čo bankové úvery konkurenčnej firmy predstavujú v roku 2008 až 19% z celkového kapitálu. Úvery Kúpele Dudince využili na vybudovanie kompletnej rekonštrukcie ulice čerbných domov.

Výraznejšieho rozdielu dosahuje oceňovaná spoločnosť v časovom rozlíšení pasívnom. Jeho podiel na celkovej bilančnej sume sa pohybuje okolo 0,43 až 0,76 %, zatiaľ čo konkurentajetovpriemereokolo18až19%.

## 11.2 Horizontálna a vertikálna analýza výkazu zisková strát

Pri pohľade na zloženie tržieb (viď príloha P III) je zrejmé, že oceňovaná spoločnosť sa zaoberá poskytovaním vlastných služieb, o čom svedčí takmer 94% -ný podiel **tržieb za predaj vl. výrobkov a služieb** v roku 2006. V priebehu nasledujúcich období tento podiel poklesol, hoci tržby za vl. výroby a služby vykazujú rastúci trend. Tento fakt bol spôsobený výnimočne vysokým podielom tržieb z predaja majetku a materiálov na celkových tržbách.

Tržby za predaj tovaru sú minimálne v priebehu období klesajú, podobne ako konkurencie. Výkony v r. 2007 vzrástli o 14% a v r. 2008 bol zaznamenaný prírastok o 7%. Bolo to spôsobené nárastom počtu ošetrovacích dní na 229455 OŠD<sup>1</sup>, teda prírastok o 11,8% oproti r. 2006, a letaktiežaj zvýšením cien predomácich zahraničných pacientov. Cena na 1 OŠD pre zahraničného pacienta vzrástla v priemere o 62 Sk a pre pacienta z tuzemska o 177 Sk. V roku 2008 sa pod tento nárast podpísalo zvýšenie počtu OŠD o 1,6% a opätovný rast cien v priemere o 12%. Konkurencii sa podarilo v r. 2008 zvýšiť tržby za výkony o 15%, čo je o 8% viac ako u oceňovanej spoločnosti. Rozdiel bol spôsobený neočakávaným nárastom tržieb od zdravotných poisťovní. Tržby boli pozitívne ovplyvnené aj zvýšením doplatkov poistencov zdravotných poisťovní v kategórii „B“. Môžeme konštatovať, že konkurencia v prírastku tržieb vykazuje lepšie hodnoty, avšak v absolútnych hodnotách je na tom lepšie oceňovaná spoločnosť.

**Výkonová spotreba** je tvorená službami, spotrebou materiálov a energie. Tá tvorí náklady spoločnosti v roku 2007 takmer 47%. Spoločnosti sa podarilo v nasledujúcom roku výkonovú spotrebu znížiť o 20,7%. Toto zníženie má niekedy príčinu v prírastku výkazu zisková strát z úspory na položke služby, ktorá je tvorená stavbou, strojnou a ostatnou údržbou,

---

<sup>1</sup>Jeden ošetrovací deň predstavuje jeden deň liečebného pobytu domáceho či zahraničného pacienta. OŠD zahŕňa ubytovanie, stravu a kúpeľníliečbu.



cestovným, nákladmi na reprezentáciu a ostatnými službami, kde sa podarilo spoločnosti ušetriť 22999 tis. Sk. Druhým príčinou je pokles zahraničných pacientov o 22 %, ktorý mal za následok pokles spotreby potravín pre zahraničných pacientov o 25 %. A tretím príčinou je výsoká spotreba materiálu 6-30 tis. Sk.

Príporovnaním konkurenciou je vidieť, že doposiaľ najväčší rozdiel v vývoji nákladových položiek je v **ostatných prevádzkových nákladoch**. Zatiaľ čo Kúpeľom Dudince a. s. táto nákladová položka v roku 2007 poklesla o 62 %, oceňovanej spoločnosti vzrástla o 7 %. Výrazný rozdiel je aj v roku 2008, kedy ostatné prevádzkové náklady Kúpeľov Trenčianske Teplice a. s. vykázala vyššiu o 245 %. Jedným dôvodom týchto zmien je zvýšenie súvisiacich s rastom tržieb. Spoločnosť je podľa zákona o dani z pridanej hodnoty oslobodená od platenia výstupnej DPH z tržieb za liečenie. Keďže sine uplatní celú DPH na výstupe, nemôže si uplatniť celú DPH na vstupe. Teda o položku neuplatnená daň z pridanej hodnoty, ktorá v roku 2008 predstavovala 18411 tis. Sk, sa zvýšila ostatné prevádzkové náklady. Druhým dôvodom obrovského nárastu ostatných prevádzkových nákladov je opravná položka na plnú výšku postúpenie pohľadávky (56944 tis. Sk), ktorá bola v tomto roku odkúpená.

**Osobné náklady** oceňovanej spoločnosti vzrástli v roku 2008 oproti predchádzajúcemu roku o 12 %. Hoci akciová spoločnosť neprijala v tomto období nových pracovníkov, osobné náklady jej vzrástli v dôsledku nadobudnutia platnosti zákona č. 663/2007 Z. z., ktorý zvýšil minimálnu mzdu o 500 Sk na 8100 Sk za mesiac. Okrem iného na zvýšení má svoj podiel aj položka odmeny členom spoločnosti, ktorá vzrástla o 132 %. Osobné náklady Kúpeľom Dudince a. s. za rok 2008 taktiež vzrástli avšak iba o 9 %, tento menší nárast môžeme pripísať uvoľneniu 7 pracovníkov z pracovno-právneho pomeru. Z hľadiska horizontálnej analýzy výkazu zisku a strát je možné si všimnúť nárast tržieb z predaja dlhodobého majetku a materiálu, ktoré v roku 2008 činili 151870 mil. Sk. Tento nárast súvisí s reštrukturalizáciou spoločnosti, ktorá sa snažila pozbaviť nepotrebného majetku.

### 11.3 Analýza výsledku hospodárenia

V prílohe PVIII je zobrazený vývoj výsledku hospodárenia za posledné tri roky. Príporovnaním VH po zdanení konkurenciou vidíme, že obesa spoločnosti v roku 2006 dosiahli vysokú stratu. Táto strata v oboch prípadoch pochádza z **prevádzkovej**, tak aj **finančnej** činnosti. Pod záporný VH z prevádzkovej činnosti sa u oceňovanej spoločnosti podpísali predovšetkým znovu zahrnutie odpisov majetku do nákladov (v roku 2004 a 2005 spoločnosť

nosť prerušila ú čtovné odpisovanie majetku, neuplatnený odpis roku 2004, tak aj v roku 2005 nebol začítovaný, v roku 2006 na účet neuhradená strata minulých rokov) a nárast spotreby materiálu v dôsledku odpisu nepotrebných zásob vo výške 30000 tis. Sk. V roku 2007 Kúpele Trenčianske Teplice a.s., dosiahol zisk vo výške 19762. Mohli by sme kladne hodnotiť, že v tomto roku sa oceňovaná spoločnosť podarilo vo výške čistého zisku predbehnúť svojho konkurenta, ale pri porovnaní EBIT-u zistíme, že práve konkurenčná firma v tejto položke dosahuje lepšie výsledky. Rozdiel medzi EBIT-om a EAT-om u Kúpeľov Dudince a.s. zapríčinil vysoké úrokové náklady.

V roku 2008 je na tom opäť konkurencia lepšie. **Čistý zisk** dosahuje výšku 26780 tis. Sk, zatiaľ čo oceňovaná spoločnosť dosiahla stratu. Strata je z prevádzkovej činnosti, na ktorej sa významne podieľa tvorba 100%-nej opravnej položky na postúpenú pohľadávku, ktorú odkúpila od spoločnosti v konkurze. Na druhej strane je pozitívne, že spoločnosť v tomto roku v položke EBIT dosahuje zisk. Pozitívne môžeme hodnotiť, že oceňovaná spoločnosť dosahuje oproti konkurencii v rokoch 2007 a 2008 kladné hodnoty z finančnej činnosti. Pod to sa podpísali vysoké výnosové úroky v obidvoch obdobiach. V oblasti mimoriadnej činnosti sú na tom porovnávané spoločnosti rovnako. Obe vykazujú nulový mimoriadny VH.

#### 11.4 Rozdielové ukazovatele

Príloha PVIII zachytáva hodnoty čistého pracovného kapitálu oceňovanej spoločnosti a jej konkurenta za obdobie 2005–2008. Ako je možné si všimnúť, ČPK u oboch spoločností dosahuje kladné hodnoty. To znamená, že krátkodobé záväzky sú nižšie ako krátkodobý majetok, ktorý je zdrojom presplatení týchto záväzkov. Kúpele Trenčianske Teplice a.s. si tak vytvorili dlhodobé zdroje pre prefinancovanie bežného chodu podniku. Pozitívne môžeme hodnotiť fakt, že podiel ČPK na A je voceňovanej spoločnosti väčší ako u jej konkurenta.

#### 11.5 Ukazovatele likvidity

Nižšie uvedená tabuľka zobrazuje vývoj ukazovateľov likvidity. Oceňovaná spoločnosť dosahuje vo všetkých ukazovateľoch likvidity za celé sledované obdobie vyššie hodnoty, než je doporučené. Podobne je na tom aj jej konkurujúca spoločnosť Kúpele Dudince a.s. Vývoj ukazovateľov likvidity oceňovanej spoločnosti súvisí **svysokými hodnotami**

ČPK. Na jednej strane môžeme kladne hodnotiť fakt, že spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. dosahuje vysokú hodnotu bežnej likvidity, čím znižuje riziko platobnej neschopnosti pre prípad, že sa nepodarí premeniť časť nepeňažného obežného majetku na peňažné prostriedky. Taktiež kladne môžeme hodnotiť skutočnosť, že oceňovaná spoločnosť dosahuje vysoké hodnoty pohotovosti likvidity, čím obmedzuje inkasné riziko. Na druhej strane negatívne môžeme hodnotiť neekonomické správanie spoločnosti, pretože drží zbytočne veľké prostriedky na bankových účtoch a pripravuje sa o dodatočný výnos z ich investovania.

## 11.6 Ukazovatele zadĺženosti

Ak budeme porovnávať oceňovaný podnik so spoločnosťou Kúpele Dudince a.s., zistíme, že v skupine ukazovateľov zadĺženosti sú medzi nimi podstatné rozdiely. Zásadný rozdiel je v celkovej zadĺženosti a v miere zadĺženosti. Oceňovaná spoločnosť prakticky neoperuje s úročným kapitálom, o čom svedčí nízka hodnota ukazovateľov v prílohe P IX. V roku 2008 sa celková zadĺženosť pohybuje okolo 12% a miera zadĺženosti okolo 14%. Tento nárast bol spôsobený nadobudnutím dlhodobého bankového úveru. Konkurenčná spoločnosť v rámci ukazovateľa celkovej zadĺženosti dosahuje hodnoty podstatne vyššie, a to v priemere 25%. Ukazovateľ miery zadĺženosti sa v Kúpeľoch Dudince a.s. pohybuje v rámci doporučenej hodnoty 30–60%. U oceňovanej spoločnosti zanedostatok môžeme považovať za fakt, že nevyužíva cudzie zdroje, ktoré by mohli pomôcť zvýšiť ROE.

Vzhľadom na obmedzenú likviditu dlhodobého majetku je veľmi hodné, aby bol **dlhodobý majetok krytý vlastným majetkom**. Oceňovaná spoločnosť túto podmienku spĺňa, čo hodnotíme veľmi pozitívne. Pri porovnaní s konkurenciou hodnotíme oceňovanú spoločnosť veľmi kladne z dôvodu neschopnosti Kúpeľov Dudince pokryť dlhodobý majetok ani dlhodobými zdrojmi.

Oceňovaná spoločnosť v roku 2008 dosiahla úrokové krytie vo výške 2,49. Pozitívne je, že ukazovateľ je väčší ako 1, avšak finančné riziko je nutné čeliť vyšším úrokovým krytím cca 5. V porovnaní s konkurenciou je nato oceňovaná spoločnosť horšie. Úrokové krytie konkurencie v roku 2007 predstavuje 3,44 a v roku 2008 dokonca prekročilo doporučenú hodnotu 5. V roku 2006 ukazovateľ vykazoval zápornú hodnotu z titulu straty z bežnej činnosti.

## 11.7 Ukazovatele rentability

Ak začneme ukazovateľom rentability tržieb, je zvyššie uvedenej tabuľky zobrazenej v prílohe PIX patrné, že oceňovaný podnik sa pohyboval pod priemerom konkurencie. Podobne je tomu aj pri ukazovateľovi rentability výnosov. Hoci tržby a výnosy podniku v priebehu času rástli, negatívne sa vyvíjal EBIT. Bol to zapríčinené vysokými nákladmi na reštrukturalizáciu a ďalším vzniknutým náhodilým nákladmi v tomto období.

**Rentabilita celkových aktív** odráža, aký efekt bol dosiahnutý z celkových aktív. Daný ukazovateľ voceňovanej spoločnosti dosahuje kladnú hodnotu v roku 2007 a 2008, a keďže jeho hodnota klesá. Túto skutočnosť nemožno hodnotiť negatívne v absolútnom slova zmysle. Ako sme zistili z horizontálnej analýzy, spoločnosť prechádzala významnou reštrukturalizáciou, čím sa jej zvyšujú náklady a znižuje EBIT (EBIT a NO PAT sa výrazne líšia), čo automaticky má za následok pokles obrátkovosti, a keďže vytvárasť rastový potenciál do budúcnosti. U konkurencií je situácia výrazne lepšia, hoci ROA v roku 2006 je -7,50. Obdobne by prebiehali aj závery z ukazovateľa **rentability vlastného kapitálu**. Hodnota VK je relatívne stabilná, tržby sa v priebehu sledovaných období zvyšujú, ale ROE je záporné v rokoch 2006 a 2008 z dôvodu reštrukturalizácie a nesmierne vysokých náhodilých N, ktoré majú vysoký podiel na strate v týchto obdobiach. U konkurencie je situácia opäť lepšia, ROE sa vyvíja rastúcim trendom.

Navýšku ROE vplyvajú zložnosť prostredníctvom dvoch faktorov, a to úrokovej redukcie zisku a tzv. finančnej páky, pričom je nutné uviesť, že tieto dve veličiny pôsobia protichodne. Súčinom oboch faktorov získame **multiplikátor kapitálu akcionárov**, ktorý vyjadruje ich spoločný vplyv na ROE. V prípade oceňovanej spoločnosti. by zvýšenie cudzieho kapitálu malo pozitívny vplyv na ROE v období rokov 2006 a 2007, v roku 2008 by bola situácia opačná z dôvodu multiplikátora menšieho ako 1. U konkurenčnej spoločnosti sa javí zvyšovanie podielu CZ v kapitálovej štruktúre pozitívne počas celého sledovaného obdobia.

## 11.8 Ukazovatele aktivity

Obrat A u oceňovanej spoločnosti je v sledovaných obdobiach 0,5 (viď príloha PX), teda požadovaná hodnota 1 nie je dodržaná, avšak konkurenciá dosahuje ešte nižšiu obratovosť ako oceňovaná spoločnosť. Teda môžeme tvrdiť, že obe spoločnosti nevyužívajú svoj ma-

jetokúplneefektívne.Ve ľmidôležitýmukazovate ľomje **krytiezásobpracovnýmkapitálom**,vktoromoce ňovanáspoločnosťdosahujehodnotyvä čšieakojedna.Toznamená,žedlhodobýmkapitálomsúkrytéajkrát.poh ľadávky.Konkurenciadosahujekladnéhodnotyväčšieako1,avšakhodnotyukazovate ľamajúklesajúcutendenciu,zatia ľčorastúcitrend ukazovateľaumož ňujeoce ňovanejspoločnosti systematickyznižovaťrealiza čnériziko.

Ukazovateľ doby obratu záväzkov môžeme da ľť dosúvislosti s dobou obratu poh ľadávok. Doba obratu poh ľadávok je po čas roku 2006 nižšia ako doba obratu záväzkov, čo je pre spoločnosť pozitívne, lebo neúveruje odberateľov. V nasledujúcich dvoch rokoch sa tieto ukazovatele vyvíjajú opa čne, pretože spoločnosť platí svoje záväzkyskôr, ako získava peniaze od svojich dlžníkov. Vysoká doba obratu poh ľadávok v roku 2008 nie je zaprí činená poh ľadávkami z hl. činnosti podniku, ale jej prí činou je neuhradená poh ľ. z predaja DM apostúpená poh ľadávka. U konkurencie je situácia opa čná. V roku 2006 Kúpele Dudince a.s. úverujú svojich odberateľov av rokoch 2007 a 2008 je hodnota doby obratu poh ľadávok vyššia, ako záväzkov. Môžeme teda konštatovať, že konkurencia je natoľko lepšie. **Doba obratu zásob** vyjadruje dobu viazanosti OA vo forme zásob. Požad uje sa, aby táto doba bola čo najkratšia. Klesajúci charakter ukazovate ľa v spoločnosti považujeme za pozitívny. V r. 2008 obrat zásob predstavoval iba 4 dni. Túto skuto čnosť pod čiaroukejaj faktznižovania zásob. Konkurencia vykazuje rovnaký trend ako oce ňovaná spoločnosť.

### 11.9 Záver z finan čnej analýzy

Zvyššie uvedenej finan čnej analýzy môžeme **kladne** hodnotiť, že oce ňovaná spoločnosť v analyzovanom období dodržala zlaté pravidlo financovania až e prírastok výkonnej spotreby je menší ako prírastok objemu výkonov vo všetkých obdobiach. Pozitívne je, že spoločnosť má vysoký podiel ČPK na A, a tak vytvoril zdroj pre refinancovanie bežného chodu a ukazovatele likvidity v celom analyzovanom období dosahujú, ba dokonca prekračujú požadované hodnoty. Ďalej môžeme kladne hodnotiť fakt, že oce ňovaná spoločnosť kryje svoj DM dlhodobými zdrojmi a že ukazovateľ krytia zásob pracovným kapitálom dosahuje hodnotu vä čšiu ako jedna, čo znamená, že spoločnosť znižuje realiza čné riziko.

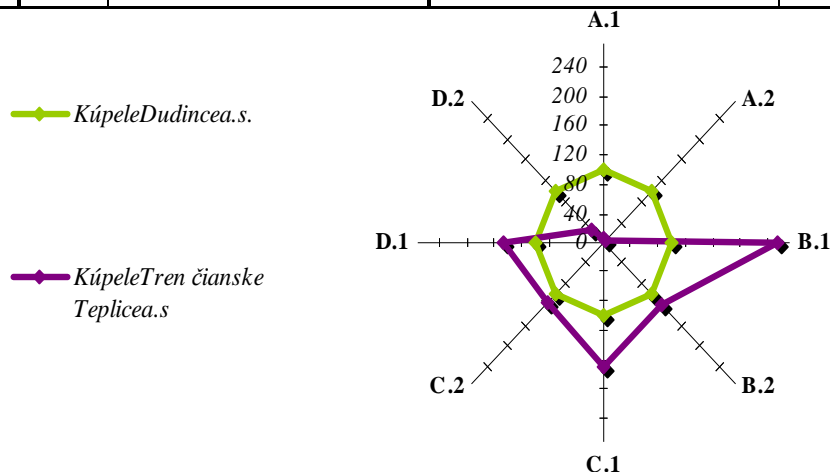
Naopak **záporne** môžeme hodnotiť skuto čnosť, že obrat celkových aktív je menší ako požadovaná hodnota 1, čo znamená, že spoločnosť svoj majetok nevyužíva efektívne. Zároveň je negatívne, že akciová spoločnosť drží ve ľké množstvo pe ňajných prostriedkov na bankovom účte, a tak sa pripravuje o dodato čný výnos z investovania. Oce ňovaná spoločnosť

nost' vr. 2006 a 2007 úveruje svojich odberateľov a rentabilita celkového kapitálu je nedostatočná.

Celkovo môžeme spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. ohodnotiť ako finančne zdravý podnik s priaznivými výsledkami takmer vo všetkých ukazovateľoch finančnej stability. Hoci sa môže zdať, že strata v roku 2006 a 2008 naznačuje určité finančné problémy, skutočnosť je iná. Záporný výsledok hospodárenia má svoj pôvod v reštrukturalizácii, ktorou spoločnosť práve prechádza, čím si podnik vytvára rastový budúci potenciál. Pri porovnaní s konkurentom oceňovaná spoločnosť nevykazovala výrazne odlišné hodnoty. Hoci Kúpele Trenčianske Teplice a.s. trošku zaostávajú v oblasti rentability (rentabilita výnosov, rentabilita tržieb) a v dobe obrátu pohľadávok a záväzkov, svojho konkurenta predstihujú v ukazovateľoch zadĺženosti a v rozdielových ukazovateľoch. Záverom môžeme konštatovať, že spoločnosť nevykazuje silné finančné problémy a **nespejebankrotu**.

Tabuľka 11: Porovnanie vybraných ukazovateľov [vl. spracovanie]

		Kúpele Trenčianske Teplice a.s.	Kúpele Dudince a.s.
Rentabilita	A.1 Rentabilita aktív	0,44%	7,12%
	A.2 Rentabilita výnosov	0,56%	12,51%
Likvidita	B.1 Bežná likvidita	2,8	1,1
	B.2 Hotovostná likvidita	0,9	0,8
Zadĺženosť	C.1 Dlhodobé zdroje/DM	135,48%	80,95%
	C.2 vlastný kapitál/aktíva	87,57%	77,05%
Aktivita	D.1 Obrat celkových AzT	0,5	0,36
	D.2 Obratovosť pohľadávok	2,1	7,74



Graf 13: Spider analýza [vl. spracovanie]

## 12 FINANČNÝ PLÁN KÚPE LOVTREN ČIANSKETEPLICEA.S.

Východiskom pre stanovenie tržnej hodnoty podnikujúceho zariadenia plán budúcich výnosov a nákladov a taktiež súvahových položiek. Finančný plán za obdobie 2009 až 2013 oceňovaný spoločnosťou je uvedený v prílohe PIV a PV. Pri jeho tvorbe sme vychádzali z prognózy ministerstva financií SR, z prognózy podniku, z informácií z poradníc základnej konzultácie s finančnou riaditeľkou. Keďže v období písania tejto práce spoločnosť ešte nemala k dispozícii účtovnú závierku z roku 2009, bude tento rok taktiež zahrnutý do plánovania. Finančný plán bol vyhotovený pomocou programu STRATEX 5.

### 12.1 Plán výkazu ziskov a strát

Spoločnosť plánuje **tržby z predaja tovaru** pomocou priemerného temparastu, (viď tabuľka č. 12). V roku 2009 spoločnosť očakáva pokles tržieb o 24 %, pričom vychádzala z priemerného rastu min. rokov a z oslabenia kúpyschopnosti návštevníkov v dôsledku pretrvávajúcej hospodárskej krízy. V roku 2010 spoločnosť plánuje výpadok tržieb až o 40 %, a to v dôsledku rekonštrukcie jedného z liečebných domov (nižšia kapacita, menší počet klientov). Spoločnosť nepredpokladá výraznú zmenu predajných cien tovaru, ktorý predáva. Náklady na **predaný tovar** sú plánované podľa temparastu tržieb z predaja tovaru.

Tabuľka 12: Temparast vybraných položiek za obdobie 2009-2013 [v l. spracovanie]

v%	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z predaja tovaru	-24	-40	6,9	5	7
Náklady na predaný tovar	-24	-40	6,9	5	7

Predpokladaný vývoj **tržieb za vlastné výkony** znázorňuje nižšie uvedená tabuľka. Spoločnosť v roku 2009 predpokladá rast tržieb za vlastné výrobky a služby. Pri svojej prognóze sa opiera o zvýšený záujem pacientov o liečebný pobyt v rámci poisťovní a zmenu legislatívy, ktorá umožňuje od tohto roku schváliť viac liečebných pobytov, ak oboľodoteraz možné. Do prognózy je taktiež zahrnutý vplyv zvýšenia cien liečebných pobytov v priemere o 8,8 %. V roku 2010 očakáva spoločnosť výpadok tržieb až do výšky 16 %. Tak ako pri tržbách z predaja tovaru, tak aj pokles tržieb za vl. výrobky a služby súvisí s rekonštrukciou liečebného domu, ktorý v tomto roku nebude dostupný a spoločnosť sa tak zníži ubytovacie kapacity. V roku 2011 spoločnosť predpokladá opätovný rast tržieb,

pričom pri prognóze vychádzame z rastu dopytu po liečebných pobytach (spoločnosť na základe marketingových štúdií a prieskumov zavádza nové atraktívne produkty pre klientov, ako je masáž lávovými kameňmi, medová masáž, či program pre mamičky s deťmi, tzv. HUPSLANDIA) a z rastu cien poskytovaných služieb. Aktivácia predstavuje aktiváciu služieb (strava pre zamestnancov). Táto položka bude v roku 2009 v rovnakej výške ako v roku 2008, zdôvodu rovnakého počtu pracovníkov, a teda rovnakého príspevku na stravu. V ostatných plánovaných rokoch bude položka nižšia, pretože sa plánuje nižší stav zamestnancov, a to o 18 pracovníkov. Spoločnosť znižuje stav pracovníkov v dôsledku reštrukturalizácie a snahe nepretržite znižovať svoje náklady. Zmena vnútropodnikových zásob sa očakáva v budúci rokoch nulová, tak ako to bolo aj v uplynulých obdobiach.

Tabuľka 13: Plánovaný vývoj vlastných výkonnov 2009-2013 [vl.spracovanie]

	2009	2010	2011	2012	2013
Prírastok tržieb z vl.výrob.asl.v%	2,00	-16,00	20,50	4,00	3,50
Aktivácia vtis.Sk.	2525	2411	2411	2411	

Položka **ostatné výnosy z prevádzkovej činnosti** vzhľadom k svojej veľkosti pre spoločnosť nie je významná. Obsahuje prevádzkové výnosy, ktoré nie sú obsiahnuté v iných výnosových položkách. Ide napríklad o prijaté úroky z omeškania, dotácie, granty či napríklad prijaté náhrady od poisťovní. Neočakávame zmeny tejto položky, preto ju ponecháme v konštantnej výške 3776 tis.Sk po celé plánované obdobie. Ostatné finančné výnosy plánujeme v konštantnej výške minulého roku. Spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. v nasledujúcich obdobiach nepredpokladá predaj majetku či materiálu, teda položka tržby z predaja DM a materiálu a položka náklady na predaný DM a materiál bude nulová. Rovnako spoločnosť v plánovaných obdobiach neočakáva žiadnu mimoriadnu činnosť.

**Výkonová spotreba** je tvorená nákupnými službami, spotrebou materiálu a energie. Rok 2010 vykazuje záporné tempo rastu pre rekonštrukciu, vďaka čomu sa očakáva nižší počet ošetrovacích dní a tým pádom sa znížia potreby materiálu, energie, či nákupných služieb. V ďalších rokoch spoločnosť plánuje rast položky nákupné služby, pretože rast dopytu spôsobí rast položky spoločné aktivity spoločnosť chce zvýšiť náklady na hudbu a kultúrny program, aby zabezpečil kvalitné vyžitie svojim návštevníkom. Rovnako sa očakáva rast spotreby energie. Jej prírastok v roku 2011 je väčší ako prírastok tržieb, zdôvodu očakáva-



néhonárastucenyenergie.Samozrejmesrastomdopy tuporastieajspotrebovanýmateriál. Spotrebovanýmateriálobsahujeajpoložky,ktorépr iamonesúvisiasposkytovanýmislužbami. Idenapr. ospotrebuobalov,kancelárskehomateriáluapotrieb,propaga čnéhomateriálu čipohonnýchhmôt.Právenatýchtopoložkáchsasnaž íspolo čnosťušetri ť,apretoje prírastoktejtonákladovejpoložkynižšíakoprírastoktržiebzavl.výrobkyaslužby.

Tabu lka14:Plánovanývývojvýkonovejspotreby2009-2013 [vl.spracovanie]

V%	2009	2010	2011	2012	2013
Spotrebovanýmateriál	-1,00	-22,00	15,00	2,00	2,00
Spotrebovanáenergia	7,00	-20,00	25,00	4,00	3,00
Nakúpenéslužby	3,00	-28,00	28,00	3,00	3,00

Položka **osobné náklady** pozostáva z mzdových nákladov, nákladov na sociálne zabezpečenie, sociálnych nákladov za odmeny členom spoločnosti. Pri predikcii tempa rastu mzdových N sme vychádzali z analýzy predpokladanej horšieho rastu nominálnych mzdových MF. Spoločnosť sa rozhodla dodržať toto tempo rastu s výnimkou roku 2010, kedy sa od prognózy odkláňa a predpokladá pokles o 4%. Tento pokles súvisí s reštrukturalizáciou a prepustením 18 pracovníkov. Rovnakým tempom rastu ako mzdové náklady sa bude vyvíjať aj položka nákladov na sociálne zabezpečenie. Odmeny členom družstva sú plánované s každoročným 10% ročným nárastom. Sociálne náklady v sebezahňajú príspevkom do SF na stravu zamestnancom (ide o 55% z poskytnutého príspevku zamestnancom na stravu) a z N na tvorbu sociálneho fondu (SF), ktoré každým rokom predstavujú 1,6% zo mzdových nákladov. Pri plánovaní sociálnych nákladov na obdobie 2009-2013 sme vychádzali z vyššie uvedených skutočností.

Tabu lka15:Tempo rastu mzdových N za obdobie 2009-2013 [vl.spracovanie]

V%	2009	2010	2011	2012	2013
Tempo rastu mzdových N	+2,1	-4	+4,6	+6,3	+6,7

Tabu lka16:Plánovanývývojsociálnychnákladov2009-2013 [vl.spracovanie]

V tis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
Tvorba SF	1288	1236	1293	1375	1467
Príspevok na stravu	1389	1326	1326	1326	1326
Sociálne náklady spolu	2677	2652	2619	2701	2793

Spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. využíva na vyjadrenie opotrebenia majetku metódu rovnomerného odpisovania. **Daňové a účtovné odpisy** nie sú zhodné. Plán odpisov vyhádzá zosúčasného stavu majetku, plánovaných investícií a predaj majetku.

Tabuľka 17: *Oakávaná výška DO a ÚO v rokoch 2009-2013 [v tis. Sk spracovanie]*

V tis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
Účtovné odpisy	23528	23845	25432	24620	24037
Daňové odpisy	27174	26240	29795	28861	28650

Nákladovú položku dane a poplatky ponecháme v konštantnej výške roku 2008 po celé plánované obdobie. Rovnako položku ostatných finančných nákladov ponecháme v trvalej výške roku 2008. Vychádzame pri tom z faktu, že táto položka je tvorená nákladmi na poistenie majetku, ktorá by v priebehu budúcich rokov nemala vykazovať výraznú zmenu.

**Ostatné náklady na hospodársku činnosť** sú tvorené siedmimi nákladovými položkami.

Hoci v minulosti sa niekedy vyskytli v nákladoch položky ako dary, odpisy pohľadávok, OP pohľadávkam či pokuty a penále ostatné, vrátane finančných plán budeme uvažovať o ich nulovej hodnote, ako dôsledku ich nepravidelného výskytu (náhodné náklady). V pláne sa vyskytnú len položka ostatné prevádzkové náklady a zmluvné pokuty a penále. Položka ostatné prevádzkové náklady v sebeskrývaní sú uplatnenú DPH na výstupe. Jej výška sa odvíja od koeficientu závislého na výške tržieb oslobodených od DPH na výstupe. Zmluvné pokuty a penále sú za odpad termálnych vôd.

Tabuľka 18: *Plánovaná výška vybraných nákladov 2009-2013 [v tis. Sk spracovanie]*

V tis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
Zmluvné pokuty a penále	469	410	563	579	591
Ostatné prevádzkové náklady	18779	15211	19014	20155	20759

Plánované nákladové úroky vychádzajú z úverových zmlúv až o splátkového kalendára úverov. Ich výška v jednotlivých rokoch je znázornená v nasledujúcej tabuľke.

Tabu lka19:Plánovanávýška nákladovýchúrokov2009-201 3[vl.spracovanie]

Vtis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
Úverzroku2008	2021	1716	1516	1317	1118
Úverzroku2010	0	1492	3443	3174	2887
Nákladovéúroky	2021	3208	4959	4491	4005

**Daňpríjmu** POjevroku200819%.Prepotrebyplánovaniabud úcichrokovnebudeme uvažovať ozmene da ňovej sadzby aponecháme ju konštantnú pre všetky ob dobia. Vsúvislosti so skuto čnosťou, že da ňové odpisy sa nerovnajú ú čtovným, vzniká spoločnosti odloženýda ňovýzáväzok, či odloženáda ňová poh ľadávká.Sadzbadanejerovnakovo19%. Očakávanáda ňzpríjmuPOsplatnáao dloženájezobrazenávníž šietabu ľke č.18.

Tabu lka20:Da ňzpríjmuPOsplatnáao dložená2009-2013[vl.spracovanie]

Vtis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
DaňzpríjmuPO-splatná	9640	6094	9892	10408	10562
DaňzpríjmuPO-odložená	693	455	829	806	876

## 12.2 Plánsúvahy

PoložkyDMsú zostavené na základe plánu investícií aodpisového plánu. Spoločnosť plánuje naroku2010kompletnúrekonštrukciu vcelkovej hodnote89000tis.Sk, ktorá bude v roku2011aktivovaná ako technické zhodnotenie k majetku. Dlhodobý hmotný majetok bude povšetkyplánované roky vovýške1121tis.Sk .Pridlhodobom finan čnom majetku predpokladáme klesajúci trend v dôsledku splácania poskytnutej pôžičky. V roku2009 sa znížio100000tis.Sk. V ostatných rokoch bude D FM pravidelne klesa ťo16120tis.Sk.

Tabu lka21:PlánovanávýškaDMnaobdobie2009-2013[vl.spracovanie]

vtisSk.	2009	2010	2011	2012	2013
Dlhodobý hmotný majetok	206074	271229	245797	221177	197140
Dlhodobý nehmotný majetok	1121	1121	1121	1121	1121
DFM	104757	88637	72517	56397	40277

Výška **krátkodobých pohľadávok azásob** je plánovaná podľa doby obratu. Doba obratu materiálu je ponechaná z predchádzajúcich rokov 3dňami. Doba obratu tovaru sa predpokladá na 101 dní (ako základňa boli pre výpočet použité náklady na predaný tovar) pre všetky plánované roky. Výšku krátkodobých pohľadávok z obchodného styku očakávame vo výške, ktorá zodpovedá dobe obratu pohľadávok vo výške 50 dní. Ostatné krátkodobé pohľadávky sú plánované podľa doby obratu 5 dní. Dlhodobé pohľadávky sú očakávané vo výške, ktorá zodpovedá dobe obratu 2 dni. Akciová spoločnosť sa rozhodla ponechať položku časového rozlíšenie aktívne plánovanom období vo výške roku 2008.

Spoločnosť plánuje rastúci trend položky **vlastný kapitál**, ako dôsledku rastúceho zisku a rastúcej položky fondy zo zisku, ktorá každoročne stúpa o 10 % zo zisku (prídela do ZRF). V roku 2009 ZRF vykázal pokles dôsledku úhrady strát z minulých rokov vo výške 9 140 tis. Sk. Ostatné položky VK očakávame v konštantnej výške. Spoločnosť plánuje dlhodobé aj krátkodobé rezervy ponechať plánovanom období vo výške roku 2008.

Výška **krátkodobých záväzkov**, tak ako aj výška krátkodobých pohľadávok či zásob, je plánovaná podľa očakávanej doby obratu. Pre položku záväzky voči zamestnanom ponecháme dobu obratu z predchádzajúcich rokov, ktorá činí 16 dní. Doba obratu záväzkov zo sociálneho zabezpečenia je plánovaná na 9 dní. Pre položku záväzky z obchodného styku ponecháme priemernú dobu obratu z sledovaného obdobia vo výške 14 dní. Iné záväzky sú plánované vo výške, ktorá zodpovedá dobe obratu dvoch dní.

Spoločnosť v roku 2008 vykázala **dlhodobý úver** vo výške 364 20 tis. Sk. Zvýšenie dlhodobých úverov plánuje v roku 2010 a to vo výške 60 mil. Sk. Úver je poskytnutý na 10 rokov. Krátkodobý úver sa neočakáva. Výška dlhodobého bankového úveru v rokoch 2009-2013 je zobrazená v tabuľke, č. 22, ktorá je zostavená na základe splátkových kalendárov.

Tabuľka 22: Plánovaná výška bankových úverov 2009-2013 [vl. spracovanie]

vtisSk.	2009	2010	2011	2012	2013
Dlhodobý bankový úver	32628	4891	76906	68657	60126

Položka **časové rozlíšenie pasívne** je prevažne tvorená prijatými úhradami za kúpu liečby, ktorá sa ale uskutočňuje v budúcom období. Spoločnosť predpokladá, že ich výška v plánovanom období sa bude pohybovať v konštantnej výške priemeru posledných troch známych rokov, čo je 3071 tis. Sk.

## 13 STANOVENÍ TRŽNĚJHODNOTY SPOLOČNOSTI KÚPELE TRENČIANSKÉ TEPLICE A.S.

Keďže spoločnosť spĺňa princíp „going concern“, môžeme na ocenenie využiť výnosové metódy. Cieľom ocenenia je stanoviť tržnú hodnotu firmy pre potreby akcionárov. Predosiahnutie objektívnejšieho výsledku budú použité viaceré metódy ocenenia. Výsledná tržná hodnota spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. bude stanovená k 1.1.2009. Ocenenie bude uskutočnené v programe EVALENT, kde využijeme nasledovné metódy ocenenia:

- metóda diskontovaného čistého cashflow – FCFF,
- metóda diskontovaného čistého cashflow – FCFE,
- metóda kapitalizovaných čistých výnosov,
- metóda ekonomickej pridanej hodnoty.

### 13.1 Diskontná miera pre ocenenie

Aby sme mohli určiť diskontnú mieru pre ocenenie, je nutné najprv stanoviť náklady na vlastný, tak aj na cudzí kapitál. Potom je možné stanoviť diskontnú mieru ako vážený priemer nákladov na kapitál. Pre potreby tejto práce bude diskontná miera na úrovni WACC alebo nákladov na VK. Prejednotlivé výpočty bol použitý program EVALENT.

#### 13.1.1 Náklad na vlastný kapitál

Na určenie nákladov na VK sme použili metódu CAPM so znalosťou beta koeficientu pri nulovom a existujúcom zadĺžení, model CAPM s expertným odhadom beta koeficientu, model CAPM so stanovením beta koeficientu na základe obchodného a finančného rizika, komplexnú stavebnicovú metódu IaII. Model INFA sme nevyužili z dôvodu neznalosti priemernej rentability v odvetví. Náklad na VK bol stanovený ako vážený priemer týchto metód určenia nákladov na VK. Váhy jednotlivých metód boli stanovené na základe dostupnosti a presnosti dostupných informácií pre použitie každej jednotlivéj metódy.

#### Model CAPM

Podstata modelu CAPM je zacytená v rovnici:

$$N_{vk} = r_f + \beta * RP \quad (20)$$

Bezriziková výnosová miera ( $r_f$ ) je stanovená na základe výnosnosti 10-ročných štátnych dlhopisov SR. Dátasme čerpaliz prognózMFSRu verenejnawww.finance.gov. sk.

Tabuľka 23: Výnosnosť 10-ročných štátnych dlhopisov za obdobie 2009-2013 [34]

Položka v %	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výnosnosť 10r. štát. dlhopisov	4,49	4,63	4,59	5	5,2	5,1	5	5

Riziková prémie (RP) predstavuje rozdiel medzi výnosnosťou tržného portfólia a bezrizikovej výnosovej sadzby. Pri jej vymedzení sme vychádzali z ratingu Slovenskej republiky (www.damodaran.com), ktorámá ohodnotenie A1. Riziková prémie sme vypočítali ako súčet prémie krajiny (5,84 %) a rizikovej prémie krajiny (1,05%). Teda riziková prémie je vo výške 6,89%.

Pri odhade  $\beta$ -koeficientu sme vychádzali z  $\beta$ -koeficientu odvetvia, ktorý je vo výške 0,55. Informáciu sme čerpaliz webovej stránky www.damodaran.com.

Prémium za špecifické riziko sme vymedzili vo výške 3%. Pri jej určení sme vychádzali z výsledkov finančnej analýzy a porovnania s konkurentom, ako aj zo stavu na trhu, kvality managementu a kvality služieb. Taktiež sme sa pridržovali doporučenia Maříka a Maříkovej, ktorídoporučujú stanoviť výšku špecifického rizika medzi 3 a 5%.

Tabuľka 24: Vstupy pre jednotlivé modely určenia N navl. kapitál [vl. spracovanie]

Položka v %	Hodnota
Bezriziková výnosová miera	4,5
Riziková prémie	6,89
Prémium za špecifické riziko	3
Priemerný podiel vlastného kapitálu v zobrazení histórii	97,82
Priemerný podiel vlastného kapitálu v 1. fáze	91,04
Odhad podielu vlastného kapitálu v 2. fáze	87
Priemerná sadzba DP v histórii	19
Priemerná sadzba DP v 1. fáze	19
Odhad sadzby DP v 2. fáze	19

**MODEL CAPM so znalosťou  $\beta$ -koeficientu pri nulovom zadĺžení**

Tento spôsob výpočtu modelu CAPM vychádza zo znalosti beta koeficientu oceňovanej firmy pri plnom financovaní vlastným kapitálom. Keďže v našom prípade nepoznáme presnú hodnotu  $\beta$ -koeficientu spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s., budeme vychádzať z beta koeficientu odvetvia rovnako pri nulovom zadĺžení. Daný model zadaný  $\beta$ -koeficient prepočíta podľa zadĺženia a daňovej sadzby oceňovanej firmy. Náklady na VK zobrazuje nasledujúca tabuľka.

*Tabuľka 25: Znalosť  $\beta$ -koeficientu pri nulovom zadĺžení [vl. spracovanie]*

Položka %	Hodnota
Koeficient beta pri nulovom zadĺžení	0,41
Koeficient beta pre 1. fázu	0,44
Náklady vlastného kapitálu pre 1. fázu v %	10,53
Koeficient beta pre 2. fázu	0,46
Náklady vlastného kapitálu pre 2. fázu v %	10,67

**MODEL CAPM so znalosťou  $\beta$ -koeficientu pri existujúcom zadĺžení**

V tomto modeli sme použili beta koeficient pri existujúcom zadĺžení odvetvia, v ktorom spoločnosť pôsobí. Systém beta koeficient prepočíta podľa zadĺženia a výšky daňovej sadzby. Tabuľka č. 26 zobrazuje náklady na vlastný kapitál prepočítaný koeficient.

*Tabuľka 26: Model CAPM s  $\beta$  koeficientom pri existujúcom zadĺžení [vl. spracovanie]*

Položka %	Hodnota
Koeficient beta pri existujúcom zadĺžení	0,55
Koeficient beta pre 1. fázu	0,57
Náklady vlastného kapitálu pre 1. fázu v %	11,46
Koeficient beta pre 2. fázu	0,60
Náklady vlastného kapitálu pre 2. fázu v %	11,64

**MODEL CAPMsexpertnýmstanovením  $\beta$ -koeficient**

Modelvyžívaklasickýpostupvýpočtu nákladovnavlastnýkapitál, pričom  $\beta$ -koeficient sastanovujenazákladehodnoteniaôsmichfaktorov, ktorémajú vplyvna jeho výšku. Odhad  $\beta$ -koeficientuatiežnákladovnavlastnýkapitáljezobrazenývtabuľkeč.27.

Tabuľka27: ModelCAPMsexpertnýmstanovením  $\beta$ -koeficientu[vl.spracovanie]

Výsledkybodovéhoho hodnoteniarizikovýchfaktorov	Bodovanie	Hodnotenie
Citlivosťnázmenuhospodárskehocyklu	1,00	Vývojascyklom
Vyjednávaciasilavočiodávateľom	1,00	Sily súvyrovnané
Vyjednávaciasilavočiodberateľom	0,50	Prevahapodniku
PodielFNnaceľkových nákladoch	1,50	Vysoký
Mierazadĺženia	0,50	Menšíako40%
Veľkosťpodniku	0,50	Veľký
Diverzifikáciaúzemia	0,50	Značná
Diverzifikáciavýrobných	0,50	Značná
<b>Odhadkoeficientubeta</b>		<b>0,75</b>

Tabuľka28: NákladynaVKsexpertnýmodhadom  $\beta$ -koeficientu[vl.spracovanie]

Bezriziková výnosová miera(%)	4,50
Riziková prémie(%)	6,89
Odhadkoeficientubeta	0,75
<b>Nákladynavlastný kapitál(%)</b>	<b>9,67</b>

**Stanovenie  $\beta$ -koeficientunazákladeobchodnéhoa finančného rizika**

Tentomodelupravujebetakoeficientrovnejúcisajednejovýškuobchodnéhoa finančného rizika. Prizaradenípodnikudojednejzpiatichkategóriíobchodného rizikasmezvažovali veľkosťfirmy, výškupodielufixných nákladovacitlivosťpredajafirmynavýkyvykonjunktúry. Môžeme konštatovať, že firma sa zaraďuje medzi veľké spoločnosti, podiel fixných nákladov naceľkových nákladoch spoločnosti je značnýacitlivosťfirmynazmenykonjunktúry je priemerná. Z týchto dôvodov volíme tretiu triedu systematického obchodného rizika.



Tabuľka29:ModelCAPMs ěpod ľaobchodnéhoafinan ěnéhorizika[vl.spracovanie]

Položka	Jednotky	Vstup
Bezriziková výnosová miera	%	4,50
Riziková prémie	%	6,89
Prémia za špecifické riziko	%	3
Trieda systematického obchodného rizika (1 až 5)	trieda	3
Korekcia základného obchodného rizika	korekcia	0,00
Pomer cudzieho avlastného kapitálu v 1. fáze	pomer	0,10
Pomer cudzieho avlastného kapitálu v 2. fáze	pomer	0,15
Korekcia základného finančného rizika pre 1. fázu	korekcia	-0,15
Korekcia základného finančného rizika pre 2. fázu	korekcia	-0,13
Koeficient beta pre 1. fázu	koef.	0,85
Koeficient beta pre 2. fázu	koef.	0,87
Náklady vlastného kapitálu pre 1. fázu	%	13,35
Náklady vlastného kapitálu pre 2. fázu	%	13,53

### Komplexná stavebnicová metóda

Postup tejto metódy je veľmi jednoduchý. Jedná sa o súčet bezrizikovej výnosovej miery a prírážky za riziko. Komplexná stavebnicová metóda sa snaží o komplexné postihnutie faktorov rizika (obchodného a finančného rizika). V rámci jednotlivých faktorov rizika je potom špecifikovaná škála závislosti na počte stupňov rizika. V princípe sa jedná o subjektívnu metódu, nie o tržné ocenenie rizika. Avšak Mařík sa domnieva, že je možné ju použiť aj pre tržné ocenenie. Náklady na kapitál stanovené komplexnou stavebnicovou metódou I (M&M) či II (Garnett & Hill) znázorňujú nasledujúca tabuľka.

Tabuľka30:Komplexná stavebnicová metóda I a II [vl.spracovanie]

Komplexná stavebnicová metóda	M&M	Garnett & Hill
Bezriziková výnosová miera v %	4,5	4,5
Horná hranica rizikovej prémie	3	3
Pomer váh podnikateľského a finančného rizika	4	4
Riziková prémie stanovená KSMI (M&M)	3,64	3,82
<b>Náklady vlastného kapitálu v %</b>	<b>8,14</b>	<b>8,32</b>

### Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál

Při výpočtu váženého průměru nákladů na vlastní kapitál byly použity vyšší zmíněné metody. Každým jednotlivým modelům byla přiřazena zodpovídající váha podle jejich vypovídací schopnosti. Modelu CAPM při nulovém existujícím zadání, modelu CAPM se expertním odhadem beta koeficientu a kompletnější tabečnicové metodě II jsme přiřadili váhu 2. Ostatním použitým metodám jsme přiřadili váhu 1. Vážený průměr nákladů VK pro druhou fázi představují 10,14%.

Tabulka 31: Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál [vl. spracovanie]

Model	Váhy	Náklady na 2. fázi v %
Znalost beta koeficientu při existujícím zadání	2,00	11,64
Znalost beta koeficientu při nulovém zadání	2,00	10,75
Náklad odhadu obchodního a finančního horizonta	1,00	13,53
Expertní odhad koeficientu beta	2,00	9,67
Komplexní tabečnicová metoda I (M&M)	1,00	8,14
Komplexní tabečnicová metoda II (Garnett & Hill)	2,00	8,32
<b>Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu</b>		<b>10,23%</b>

### 13.1.2 Nákladů na cizí kapitál

Společnost v roce 2008 získala dlehodový bankovní úvěr. Cenou za tento úvěr je úrok, který představuje 5,27%. A právě tento úrok je přespoložitelný jako náklad na cizí kapitál v roce 2008 a 2009. Společnost v roce 2010 si plánuje vzít úvěr v výšce 60000 tis. Sk. Úrok sáčeká v výšce 6,3%. Potom náklad na cizí kapitál za jednotlivé roky je stanovený jako vážený průměr. Nákladů na cizí kapitál v jednotlivých letech zobrazuje nižší uvedená tabulka.

Tabulka 32: Vážený průměr nákladů na cizí kapitál [vl. spracovanie]

V %	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl úvěru 2008 na úročených zdrojích	100	100	34	33	31	29
Podíl úvěru 2010 na úročených zdrojích	0	0	66	67	69	71
<b>Vážený průměr nákladů na CK</b>	<b>5,27</b>	<b>5,27</b>	<b>5,94</b>	<b>5,96</b>	<b>5,98</b>	<b>6</b>

### 13.1.3 Vážené průměrné náklady kapitálu

Pri oceňovaní výnosovými metódami musíme správne odvodit diskontnú mieru. Pre metódu FCFF a EVA sa využíva model WACC. Obecné majú nižšiu hodnotu ako náklady na kapitál, okrem prípadu ak spoločnosť plne financuje svoju činnosť vlastným kapitálom. Dôležitá je aj správna voľba finančných zdrojov. Požiadavka je, aby bol vlastný kapitál vyšší ako cudzí kapitál z dôvodu zhoršenia finančného zdravia pri vysokom zadĺžení.

Tabuľka 33: Vážené průměrné náklady na kapitál [v %]

Položka v %	2009	2010	2011	2012	2013
Podiel vlastného kapitálu	94,30	90,84	88,55	90,09	91,64
Náklady na vlastný kapitál	10,11	10,16	10,19	10,17	10,15
Podiel cudzieho kapitálu	5,70	9,16	11,44	9,90	8,34
Náklady na cudzí kapitál	5,26	5,94	5,96	5,98	6,00
Sadzbada nezpríjmu	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00
<b>Vážené průměrné náklady kapitálu</b>	<b>9,78</b>	<b>9,67</b>	<b>9,58</b>	<b>9,64</b>	<b>9,71</b>

Vážené průměrné náklady sa pohybujú v rozmedzí od 9,58 do 9,78. Hodnoty spoločnosti klesajú, kde v roku 2011 dosiahli svoje minimum, a potom opäť rastú. Tento vývoj má na svedomí klesajúci podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále a jeho opätovný rast od roku 2012.

## 13.2 Prevádzkovo nutný investičný kapitál, prevádzkovo nepotrebný investičný kapitál a korigovaný prevádzkový VH

Pre ocenenie podniku musíme vyčíslit kapitál, ktorý je potrebný pre hlavnú činnosť spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. Majetok, ktorý nesúvisí s hlavnou činnosťou podniku je nutné vylúčiť, pretože sa oceňuje samostatne. Za prevádzkovo nutné považujeme zásoby v plnej výške od roku 2006 až po rok 2013. Krátkodobé pohľadávky sú taktiež v plnej výške považované za prevádzkovo nutné svýnimkou roku 2008, kde figuruje odkúpená pohľadávka (56994 tis. Sk), ktorá nesúvisí s hlavnou podnikateľskou činnosťou a pohľadávky z predaja majetku (75000 tis. Sk). Finančný majetok budeme pokladať za prevádzkovo nutný do výšky hotovostnej likvidity 2.

Keďže DFM je tvorený dlhodobou pôžičkou, jeho výšku vylúčime z aktív potrebných na uskutočňovanie hlavnej činnosti podniku. Dlhodobé pohľadávky a dlhodobý nehmotný majetok nebude nijak upravený a celá výška bude zahrnutá do prevádzkovonutných aktív. Výška dlhodobého hmotného majetku bude v roku 2006 upravená o výšku nedokončených investícií (793 tis. Sk), ktoré sa nevyužívajú na zabezpečenie hlavnej podnikateľskej činnosti. Výška prevádzkového honutného kapitálu po úpravách je zobrazovaná v prílohe PVI.

Položky, ktoré sme vylúčili z prevádzkovonutných aktív sa samostatne ocenia ku dňu ocenenia podniku a pričítajú sa kvôli následnej hodnote podniku určenej výnosovými metódami. Tento majetok môže byť ocenený buď v účtovných alebo tržných cenách. Keďže v našom prípade nepoznáme tržné ceny, využijeme hodnotu zistenú z účtovníctva. Výška prevádzkovonutného kapitálu ku dňu ocenenia je zobrazovaná v prílohe PVII.

Rovnako ako bola uskutočnená úprava aktív na prevádzkovonutné a nenutné, je potrebné vykonať úpravu prevádzkového výsledku hospodárenia na **HV z hlavnej činnosti**. V našom prípade sa jedná o veľmi jednoduché úpravy. K prevádzkovému výsledku hospodárenia pričítame zisk, či odčítame stratu z predaja DM materiálu. Zároveň k prevádzkovému zisku pričítame nutné finančné náklady a odčítame ostatné finančné náklady (ide o poistenie majetku). Zároveň je nutné, ako uvádza Mařík v svojej práci, odčítať jednorázové náklady, ktoré sa nebudú opakovať, a ak tie žnie sú zahrnuté v finančnom pláne. V roku 2008 za jednorázové náklady považujeme odpis odkúpenej pohľadávky a pokuty a penále. V roku 2007 sú to náklady na reštrukturalizáciu vo výške 29 000 tis. Sk a pokuty a penále. V roku 2006 je to položka ostatné náklady na hospodársku činnosť vo výške 5 000 tis. Sk a ak tiež čiastka 30 000 tis. Sk, ktorá predstavuje vyradenie zásob. Vyčíslený korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia je zobrazený v prílohe PVII.

### 13.3 Ocenenie podniku Kúpele Trenčianske Teplice a.s. metódou diskontovaného cashflow – FCFF

Základom ocenenia pomocou tejto metódy je budúci peňažný tok, ako pre vlastníkov, tak pre veriteľov, ktorý bude spoločnosť generovať. Ako diskontná miera budú použité WACC. Primárnym výsledkom je hodnota spoločnosti ako celku. Pre výpočet hodnoty podniku použijeme dvojfázovú metódu, ktorá sa zvyčajne aplikuje v prípade princípu „going concern“. Prvá fáza zahŕňa obdobie, pre ktoré sme schopní vyhotoviť prognózu FCFF.

Za druhú fázu je považované obdobie od konca prvej fázy až do nekonečna (pokračujúca hodnota). V rámci druhej fázy očakávame trvalý stabilný rast. Hodnota **prvej fázy** je stanovená ako kumulovaný diskontovaný free CF zaplánované obdobie. V prípade oceňovania spoločnosti hodnota prvej fázy je vo výške 132087 tis. Sk.

### Hodnota druhej fázy stanovenej pomocou perpetuity

Perpetuita predstavuje súčet nekonečne dlhej rady peňažného toku 2. fázy diskontovaného k počiatku tejto fázy. Perpetuita samú previesť nású časnú hodnotu pomocou diskontnej miery posledného plánovaného roku. Očakávané udržateľné tempo rastu free CF v druhej fáze je 1,2%.

Tabuľka 34: Výsledná hodnota podniku pomocou perpetuity [vl. spracovanie]

Voľný peňažný tok v roku 2013	tis. Sk	65832
Zadaný voľný peňažný tok v roku 2014	tis. Sk	65832
Zadané tempo rastu VPT v 2. fáze	%	1,20
Hodnota 1. fázy	tis. Sk	132087
Hodnota 2. fázy	tis. Sk	497918
Prevádzková hodnota firmy	tis. Sk	630005
Výsledná hodnota firmy	tis. Sk	996224
<b>Hodnota vlastného kapitálu</b>	<b>tis. Sk</b>	<b>959804</b>

Prevádzková hodnota firmy je stanovená vo výške 630 005 tis. Sk. V podstate ide o súčet hodnoty prvej a druhej fázy. Hodnota podniku Kúpele Trenčianske Teplice a.s. stanovenej pomocou perpetuity je 996224 tis. Sk.

**Hodnota druhej fázy** sa dá určiť aj metódou **založenou na P/E**. Keďže spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. neobchoduje na kapitálovom trhu s akciami, ani obchodovať neplánuje. Hodnota druhej fázy založená na P/E je teda rovná nule. Z tohto dôvodu danú metódu nepoužijeme pri stanovení hodnoty vlastného kapitálu, pretože výsledok by bol diametrálne odlišný oproti ostatným použitým metódam.

### Hodnota druhej fázy založenej na likvidácii hodnoty

Táto metóda je založená na určení likvidácie hodnoty, pri ktorej stanovení sme neuvažovali o cenení dlhodobého finančného majetku, ktorý prespolnosť predstavuje majetok

nepotrebnýkzabezpečeniu hlavnej podnikateľskej činnosti podniku. Do likvidačnej hodnoty by taktiež nemal byť zahrnutý nepotrebný dlhodobý hmotný majetok, avšak majetok, ktorýmôžemetaktoklasifikovať, spoločnosť nemá.

*Tabu lka35: Výsledná hodnota podniku pomocou likvidačnej hodnoty [vl.spracovanie]*

Likvidačná hodnota	tis.Sk	813511
Hodnota 1.fázy	tis.Sk	132087
Hodnota 2.fázy	tis.Sk	512656
Prevádzková hodnota firmy	tis.Sk	644743
Výsledná hodnota firmy	tis.Sk	1010962
<b>Hodnota vlastného kapitálu</b>	<b>tis.Sk</b>	<b>974542</b>

Hodnota prvej fázy je rovnakej výške ako pri výpočte pomocou perpetuity. Hodnota druhej fázy je 512656 tis. Sk. Prevádzková hodnota firmy predstavuje 644743 tis. Sk, čo je súčet hodnoty prvej a druhej fázy. Hodnota spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. stanovená pomocou metódy likvidačnej hodnoty je 1010962 tis. Sk.

### **Hodnota druhej fázy založenej na účtovnej hodnote**

Podstatou tejto metódy je prevedenie korigovanej účtovnej hodnoty podniku na súčasnú hodnotu. Ide o veľmi jednoduchý výpočet, keďže máme k dispozícii rozhodnutie v poslednom roku prvej fázy. Účtovná hodnota podniku sme znížili o nepotrebný finančný majetok, ktorý presahuje požadovanú minimálnu likviditu.

*Tabu lka36: Výsledná hodnota spoločnosti pomocou účtovnej metódy [vl.spracovanie]*

Účtovná hodnota v poslednom roku plánu	856286
Hodnota DFM (bez prevádzkového) pre 2. fázu	40 277
Korekcia zložiek účtovnej hodnoty pre posledný rok plánu (+/-)	551985
Korigovaná účtovná hodnota firmy v poslednom roku plánu	264024
Hodnota 1.fázy	132087
Hodnota 2.fázy	166382
Prevádzková hodnota firmy	298469
<b>Výsledná hodnota firmy</b>	<b>664688</b>
<b>Hodnota vlastného kapitálu</b>	<b>628268</b>

Hodnota firmy využitím metody určení hodnoty druhé fáze metodou účtovnej hodnoty je rovno výšce 664688 tis. Sk.

### 13.4 Ocenění společnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. metodou diskontovaného cashflow – FCFE

Tato metoda využívá opěť volný peňazný tok, ale tentokrát pro 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. Tento volný peňazný tok pre vlastníkov sa vypočítava podľa postupu, ktorý je uvedený v kapitole 6.3.1. Hodnota prvej fázy je rovnako ako pri metode diskontovaného CF entity vyčíslená ako súčet diskontovaného voľného CF jednotlivých rokov. Diskontná sadzba je na úrovni nákladov na vlastný kapitál. Hodnota druhej fázy ( $H_2$ ) sa určuje podľa vzorca: [33]

$$H_2 = \frac{PT_{n+1}}{r_2 - g_2} \cdot f_n \quad (21)$$

$PT_{n+1}$  – voľný peňazný tok v 1. roku druhej fázy

$f_n$  – diskontný faktor posledného roku plánovaného obdobia

$r_2$  – diskontná sadzba druhej fázy

$g_2$  – tempo rastu voľného peňazného toku druhej fázy

Tabuľka 37: Hodnota firmy pomocou FCFE [vl. spracovanie]

Hodnota prevádzkových aktivít v tis. Sk	366219
Cudzí úročený kapitál v tis. Sk	36420
Voľný peňazný tok v poslednom roku plánu (2013) v tis. Sk	54058
Voľný peňazný tok v 1. roku 2. fázy (2014) v tis. Sk	54058
Tempo rastu voľného peňazného toku (%) pre 2. fázu v %	1,20
Náklady vlastného kapitálu v 2. fáze v %	10,23
Hodnota 1. fázy v tis. Sk	141627
Hodnota 2. fázy v tis. Sk	369090
Prevádzková hodnota vlastného kapitálu v tis. Sk	51 0718
Výsledná hodnota vlastného kapitálu v tis. Sk	8769 36
<b>Výsledná hodnota firmy v tis. Sk</b>	<b>913356</b>

Výsledná hodnota vlastného kapitálu oceňovanej spoločnosti je vyčíslená na základe metódy dvojného porovnania. Výsledná hodnota firmy sa potom určí ako súčet hodnoty vlastného kapitálu a výšky dlhuk dátumu ocenenia, ktorá pre spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. predstavuje 913356 tis. Sk.

### 13.5 Ocenenie spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. metódou založenou na ukazovateli EVA

Abysme mohli oceniť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. touto metódou, musíme mať vyčíslenú ekonomickú pridanú hodnotu v jednotlivých rokoch. K tomu potrebujeme mať okrem prevádzkovo nutného investičného kapitálu (C) aj znalosť NOPAT-u (čistý operatívny zisk). Jeho výšku získame úpravou korigovaného hospodárskeho výsledku pred zdanením. Keďže korigovaný VH je už upravený o náhodilé výnosy a náklady, pre potreby ekonomickej pridanej hodnoty ho upravíme ešte o zmeny rezerv, o náklady na reklamu (upraví sa rok 2007 a 2008) a náklady na vzdelávanie zamestnancov. Diskontná miera je stanovená na úrovni WACC v výške 9,53%.

Tabuľka 38: Hodnota firmy stanovená metódou EVA [v l. spracovanie]

Hodnota prevádzkových aktív tis. Sk	366219
Cudzí úročený kapitál tis. Sk	36420
Podiel vlastného kapitálu v 2. fáze	87,00%
Náklady vlastného kapitálu v 2. fáze	10,23%
Náklady cudzieho kapitálu v 2. fáze	6,00%
Sadzba dane z príjmu v 2. fáze	19,00%
Vážené priemerné náklady kapitálu v 2. fáze	9,53 %
Ekonomická pridaná hodnota v poslednom roku plánu (2013) tis. Sk	22141
Temporastuekon. pridané hodnoty v 2. fáze	1,20%
Hodnota 1. fázy tis. Sk	51060
Hodnota 2. fázy tis. Sk	169471
Počiatočný investovaný kapitál tis. Sk	223747
Prevádzková hodnota firmy tis. Sk	444278
<b>Výsledná hodnota firmy tis. Sk</b>	<b>810497</b>
<b>Hodnota vlastného kapitálu tis. Sk</b>	<b>774077</b>



Hodnota prvej fázy je 51060 tis. Sk, ktorá predstavuje výšku kumulovaných diskontovaných EVA v poslednom roku plánu. Hodnota druhej fázy predstavuje súčin podielu hodnoty EVA v prvom roku 2. fázy a rozdielom medzi WACC a empirickým rastu EVA a diskontného faktoru posledného roku plánu. Teda hodnota podniku v druhej fáze je 169 471 tis. Sk. Výsledná hodnota podniku predstavuje súčet hodnoty prvej fázy, druhej fázy, počiatočného investičného kapitálu a hodnoty neprevádzkových aktív. Hodnota podniku Kúpele Trenčianske Teplice a.s. stanovená metódou EVA činí 810497 tis. Sk.

### 13.6 Ocenenie spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. metódou kapitalizovaných čistých výnosov

Podstatou tejto metódy je vododení hodnoty firmy, resp. jej VK od tzv. trvale odnímateľného čistého výnosu. Môže pritom ísť o trvale odnímateľný čistý výnos minulých alebo budúcich období, t.j. dosiahnuté v plánovanom období. Pre stanovenie hodnoty firmy je preto treba určiť trvale odnímateľný čistý výnos, a to určiteľnými úpravami korigovaného prevádzkového hospodárskeho výsledku. Úpravy sa týkajú napríklad vylúčenia mimoriadnych výnosov a nákladov či priemerovania nepravidelných opakujúcich nákladov. [33]

#### Hodnota firmy z minulého odnímateľného čistého výnosu

Abysme mohli stanoviť odnímateľný čistý výnos, je nutné, abysme zvolili váhy pre jednotlivé roky histórie. Tie sme stanovili nasledovne: Prer. 2006 sme zvolili váhu 1, prer. 2007 váhu 2 a prer. 2008 váhu 3. Akodiskontnú sadzbu ( $r$ ) použijeme výšku nákladov na VK. Prevádzkovú hodnotu vlastného kapitálu stanovíme pomocou perpetuity: [33]

$$H_v = \frac{VO\check{C}V}{r} \quad (22)$$

VOČV – vážený odnímateľný čistý výnos

Tabuľka 39: Hodnota firmy z minulého odnímateľného čistého zisku [vl. spracovanie]

Vážený odnímateľný čistý výnos v tis. Sk	25976
Diskontná sadzba %	9,67
Prevádzková hodnota vlastného kapitálu v tis. Sk	268628
<b>Výsledná hodnota vlastného kapitálu v tis. Sk</b>	<b>634846</b>
<b>Výsledná hodnota firmy v tis. Sk</b>	<b>671266</b>

Prevádzková hodnota vlastného kapitálu spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. je 268628tis.Sk.HodnotaVKpotom činí634846tis.Sk.Táto čiastkajesú činprevádzkovej hodnoty VK ahodnoty neprevádzkových aktív. Pri čítaní hodnoty úročeného CK k dátumu ocenenia získame výslednú hodnotu firmy. Tá je vo výške 671266tis.Sk.

### Hodnota firmy z plánovaného odnímateľného čistého výnosu

Jedným z predpokladov tejto metódy je, že investovanie neprebieha na úrovni odpisov. Tento predpoklad je avšak v roku 2010, 2011 a 2012 porušený. Túto situáciu budeme riešiť tak, že na výšku investícií, ktorú nepokrývajú odpisy, prídame úver. Ako úrokovú sadzbu použijeme prognózu vývoja úrokového sadzby úveru Ministerstva financií SR.

Tabuľka 40: Úroková sadzba úverov nadobudatých úver [32]

V%	2009	2010	2011	2012	2013
Úroková sadzba úveru	5,4	5,33	5,72	6,09	6,31

Hodnotu prvej fázy stanovíme analogicky ako ostatných metód, ako sú číselne diskontované odnímateľné čisté výnosy. Diskontná sadzba je opäť na úrovni nákladov vlastného kapitálu. Hodnotu druhej fázy stanovíme pomocou perpetuity podľa vzorca: [33]

$$H_2 = \frac{KO\check{C}V_1}{r_2 - g_2} \cdot f_n \quad (23)$$

$KO\check{C}V_1$  – korigovaný odnímateľný čistý výnos 1. roku 2. fázy

Tabuľka 41: Hodnota firmy z plánovaného odnímateľného čistého výnosu [vl. spracovanie]

Hodnota neprevádzkových aktív v tis.Sk	366219
Cudzí úročený kapitál v tis.Sk	36420
Odnímateľný čistý výnos v poslednom roku plánu (2013) v tis.Sk	41063
Temporastu $KO\check{C}V$ v 2. fáze v %	1,2
Náklady vlastného kapitálu v 2. fáze v %	10,23
Hodnota 1. fázy v tis.Sk	125923
Hodnota 2. fázy v tis.Sk	283728
Prevádzková hodnota vlastného kapitálu v tis.Sk	409651
<b>Výsledná hodnota vlastného kapitálu v tis.Sk</b>	<b>7 75870</b>
<b>Výsledná hodnota firmy v tis.Sk</b>	<b>812290</b>

Prevádzková hodnota vlastného kapitálu je 409651 tis. Sk, ktorá predstavuje súčet hodnoty prvej a druhej fázy. Hodnota vlastného kapitálu je vo výške 775870 tis. Sk. Tak ako v predchádzajúcom variante, ide o súčet prevádzkovej hodnoty VK a hodnoty neprevádzkových aktív. Výsledná hodnota podniku je hodnota vlastného kapitálu plus hodnota neurčeného kapitálu k dátumu ocenenia. Hodnota spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. stanovená metódou plánovaného čistého zisku je vo výške 812290 tis. Sk.

### 13.7 Syntéza výsledkov ocenenia

Pre ocenenie spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice sme využili viacerých výnosových metód. Jednotlivé metódy však poskytujú značne rozličné výsledky. Preto je veľmi dôležité, akým spôsobom z jednotlivých výsledkov metód vyvodíme súhrnný výsledok. Všeobecne sa **nedoporučuje** použiť ako výslednú hodnotu ocenenia mechanicky spočítaný priemer jednotlivých užitých metód. Preto sa pokúsime zakomponovať dôvody a výslednej hodnoty Kúpele Trenčianske Teplice a.s. samotný charakter jednotlivých metód a kvalitu vstupných údajov prostredníctvom váh.

Tabuľka 42: Syntéza výsledkov ocenenia výnosovými metódami [vl.spracovanie]

Metóda	Výška ocenenia v tis. Sk	Váha
Diskontované CF-FCFF perpetuita	996224	2
Diskontované CF-FCFF likvidačná hod.	1010962	2
Diskontované CF-FCFF účtovná hod.	664688	2
Diskontované CF-FCFE	913356	2
Ekonomická pridaná hodnota	810497	1
Kapitalizácia zisk z minulého obdobia	671266	1
Kapitalizácia zisk z plánovaného obdobia	812290	1
<b>Vážený priemer výsledných hodnôt</b>	<b>860410</b>	

Tabuľka č. 42 zobrazuje výsledky ocenenia jednotlivých metód. Je možné si všimnúť, že interval, v ktorom sa výsledky pohybujú, je dosť široký. Najnižšia hodnota činí 671266 tis. Sk, najvyššia až 1010962 tis. Sk. Keďže ocenenie spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. je založené na subjektívnom prístupe, za základnú metódu sme si zvolili **metódu DCF**. Preto výsledkom tejto metódy pripisujeme najväčšiu váhu. Spoločnosťou DCF bola

využitá aj metóda kapitalizovaných čistých výnosov a metóda EVA. Vieme, že výsledná hodnota z metódy ocenenia na základe EVA by sa mala rovnať výsledkom z metódy DCF. V našom prípade tomu tak nie je v dôsledku nerovnosti NOPAT-u s FCFF. Výsledkom z metódy EVA, tak ako aj výsledkom z metódy kapitalizovaných čistých výnosov priraďujeme váhu 1.

Výsledná hodnota spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice, a.s. stanovená k 1.1.2009 bola vyčíslená v výške **860410 tis. Sk**.

## ZÁVER

Účelom tejto diplomovej práce bolo stanoviť tržnú hodnotu spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. využitím výnosových metód ocenenia.

V teoretickej časti bola uskutočnená literárna rešerša dostupných zdrojov, ktorá bola zameraná na problematiku ocenenia. Cieľom tejto časti bolo ozrejmiť čitateľovi základné pojmy a súvislosti, ktoré sú nevyhnutné k pochopeniu a následujúcej praktickej časti.

V analytickej časti práce bola spracovaná PEST analýza, strategická analýza relatívneho trhu a konkurenčnej sily oceňovanej spoločnosti. Na základe výsledkov z uskutočnených analýz môžeme konštatovať, že na odvetvie kúpeľnej starostlivosti pôsobí množstvo faktorov, ktoré majú na jeho vývoj pozitívny či negatívny dopad. Avšak tieto faktory nanešťastie sú rovnako intenzívne a konkurenčné vo veľkom odvetví. To je dôvod prečo považujeme odvetvie, v ktorom spoločnosť pôsobí za relatívne stabilnú a atraktívnu. Spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s., od roku 2005 svoj podiel na trhu stabilne zvyšuje. Konkurenčný nátlak spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s. sa pohybuje okolo priemeru konkurentov (52,7%). Za konkurenčnú výhodu môžeme považovať kvalitu managementu, využitie ekologickej úrovne.

Prvá polovica praktickej časti je zameraná na finančnú analýzu spoločnosti. Celkovo môžeme spoločnosť Kúpele Trenčianske Teplice a.s. ohodnotiť ako finančne zdravý podnik s priaznivými výsledkami takmer vo všetkých ukazovateľoch finančnej stability. Hoci sa môže zdať, že strata v roku 2006 a 2008 naznačuje určitú finančnú problémy, skutočnosť je iná. Záporný výsledok hospodárenia má svoj pôvod v reštrukturalizácii, ktorou spoločnosť práve prechádzala, čím si podnik vytvára rastový budúci potenciál. Pri porovnaní s Kúpeľmi Dudince a.s. oceňovaná spoločnosť nevykazovala výrazne odlišné hodnoty. Hoci Kúpele Trenčianske Teplice a.s. trošku zaostávajú v oblasti rentability (rentabilita výnosov, rentabilita tržieb) a v dobe obratu pohľadávok a záväzkov, svojho konkurenta predčila v ukazovateľoch zadĺženosti a v rozdielových ukazovateľoch. Kúpele Trenčianske Teplice a.s. v analyzovanom období dodržali zlaté pravidlo financovania. Ďalej môžeme kladne hodnotiť fakt, že oceňovaná spoločnosť kryje svoj DM dlhodobými zdrojmi, a že ukazovateľ krytia zásob pracovným kapitálom dosahuje hodnotu väčšiu ako jedna, čo znamená, že spoločnosť znižuje realizačné riziko. Teda môžeme konštatovať, že spoločnosť nevykazuje silné finančné problémy a nespeje bankrotu.

V projektovej časti bol vyhotovený strategický finančný plán pre päťročné obdobie. Pre jeho spracovanie bol využitý program Stratex 5, čo je software na tvorbu dlhodobých finančných plánov a hodnotenie investičných projektov. Ako základné východisko boli využité prognózy ministerstva financií SR, prognózy podnikníka, informácie z porad a konzultácií s finančnou úradou.

Pre potreby ocenenia boli ako diskontný faktor využité náklady na kapitál (WACC) či náklady na vlastný kapitál. Ich hodnoty boli vyčíslené za pomoci softwaru EVALENT. Pri stanovení nákladov na kapitál bolo použito viacero rôznych metód ako je model CAPM a komplexná stavbnicová metóda II. Výsledná hodnota vlastného kapitálu bola stanovená ako vážený aritmetický priemer použitých konceptov. Ako východisko pre stanovenie nákladov na cudzí kapitál boli využité splátkové kalendáre a úverové zmluvy. Výsledná hodnota nákladov bola rovnako ako nákladov na VKurčená ako vážený aritmetický priemer

Kurčenie hodnoty oceňovaného podniku boli využité výnosové metódy a to konkrétne metóda diskontovaného free cash flow – FCFE a FCFF, metóda založená na ukazovateli EVA a metóda kapitalizovaných čistých výnosov. Výsledná hodnota spoločnosti bola stanovená ako vážený aritmetický priemer už zmienených výnosových metód.

Výsledná hodnota spoločnosti Kúpele Trenčianske Teplice, a.s. stanovená k 1.1.2009 bola vyčíslená v výške 860410 tis. Sk.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY****Monografie:**

- [1] BRIGHAM, E.; EHRHARDT, M. *Financial management: theory and practice*. 1. vyd. Willard Ohio: R.R. Donnelley, 2005. s. 1000. ISBN 0-324-22416-8.
- [2] COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRI, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Vis-toriapublishing, [b.r.]. s. 359. ISBN 80-85605-41-4.
- [3] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. s. 191. ISBN 80-86119-58-0.
- [4] HITCHNER, J. *Financial Valuation*. 2. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006. s. 1336. ISBN 0-471-76117-6.
- [5] HÜTTER, D.; NOVOTNÝ, J.; NEŠPORKOVÁ, R. *Základy oceňování majetku*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola podnikání v Ostravě, 2008. s. 93. ISBN 978-80-7410-007-9.
- [6] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. s. 492. ISBN 80-7179-529-1
- [7] MAŘÍK, M. et al. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. s. 492. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [8] MAŘÍK, M. *O oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996. s. 111. ISBN 901991-1-9.
- [9] MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. s. 203. ISBN 80-86119-09-2.
- [10] MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. s. 70. ISBN 80-86119-36-X.
- [11] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 1. vyd. Praha: Linde, 2005. s. 302. ISBN 80-86131-63-7.
- [12] PRATT, S.; REILLY, R.; SCHWEIHS, R. *Valuing a Business*. 4. vyd. USA: R.R. Donnelley & Sons company, 2000. s. 923. ISBN 0-07-135615-0

- [13] RAFFEGEAU, J.; DUBOIS, F. *Finanční oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: HZ Praha, 1996. s. 492. ISBN 80-86009-03-3.
- [14] TICHÝ, E. O *ceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Linde Praha, 1991. s. 165.
- [15] SZILÁGYI, M.; SEDLÁKOVÁ. *Ekonomické a právne aspekty stanovenia všeobecnej hodnoty podniku*. 1. vyd. Žilina: EDIS, 2002. s. 248. ISBN 80-7100-976-8.

### Časopisy:

- [16] DOERR, Hans, FIEDLER, Roland, HOKE, Michaela. Zkušenosti se zaváděním modelu investičních kalkulací založeného na ukazateli EVA. *Controlling*. 2004, č. 1, s. 20-25. Dostupný z WWW: <<http://www.point-consulting.cz/nabidka/klub-pratel-controllingu/Casopis-controlling/>>.
- [17] DŘINOVSKÝ, Lukáš. *EVA jako měřítko výnosnosti a jako nástroj oceňování* [online]. 2005 [cit. 2009-10-13]. Dostupný z WWW: <[http://www.fce.vutbr.cz/veda/JUNIORSTAV2007/Sekce\\_7/Drinovskyy\\_Lukas\\_CL.pdf](http://www.fce.vutbr.cz/veda/JUNIORSTAV2007/Sekce_7/Drinovskyy_Lukas_CL.pdf)>.
- [18] Kardoš, Peter.; Jakubec, Miroslav. Porovnávání metod hodnocení podnikových možností a jejich využití. *Finanční manažment a controlling*. 1.1.2008, č. 1, s. 38-40. ISSN 1337-7574.
- [19] Maříková, Pavla. Vztah metody DCF a EVA pro ocenění podniku sdružením navliv leasingu. *Oceňování*. 2009, č. 2, s. 26-51. ISSN 1803-0785.
- [20] Zazvonil, Zbyněk. Výnosová kapitalizace. *Oceňování*. 2008, č. 3-4, s. 55-65. ISSN 1803-0785.

### Internetové zdroje:

- [21] *Finance.sk* [online]. 2010 [cit. 2010-04-16]. Obchodný zákonník. Dostupné z WWW: <<http://www.finance.sk/hospodarstvo/zakony/obchodny-zakonnik/>>.
- [22] *Obchodný register na internete* [online]. 2003 [cit. 2008-4-13]. Slovenský. Dostupný z WWW: <<http://www.orsr.sk/vypis.asp?ID=5802&SID=6&P=0>>.
- [23] *Trenčianske Teplice: Z histórie Trenčianskych Teplíc* [online]. 2007 [cit. 2008-02-04]. Slovenský. Dostupný z WWW: <<http://www.teplice.sk/page.php?id=15-0-00>>.
- [24] Lacičková, Monika. Kríza vyhnala pacientov z kúpeľov, problém je tiež silné euro. *Hospodárske noviny* [online]. 3.3.2009, [cit. 2010-04-05]. Dostupný z WWW



- W:<<http://hnonline.sk/c1-35091150-kriza-vyhнала-pacientov-z-kupelov-probl-em-je-tiez-silne-uro>>.
- [25] *Kúpeľníci lákajú na zľavy. Viac ako kríza im uškodilo euro*. Pravda [online]. 14.5.2009,[cit. 2010-04-16]. Dostupný z WWW: <[http://spravy.pravda.sk/kupelnici-lakaju-na-zlavy-viac-ako-kriza-im-uskodilo-euro-pzm-/sk\\_domace.asp?c=A090514\\_103301\\_sk\\_domace\\_p12](http://spravy.pravda.sk/kupelnici-lakaju-na-zlavy-viac-ako-kriza-im-uskodilo-euro-pzm-/sk_domace.asp?c=A090514_103301_sk_domace_p12)>.
- [26] OBERTO VÁ, Jana. Kúpeľné hotely: Sanum per Aqua. Hotelier [online]. 2008, 8, 1,[cit. 2010-04-05]. Dostupný z WWW: <[http://www.hotelier.sk/0108\\_nase\\_temy-\\_arch/clanok-54/kliepoanlo\\_hotely\\_hotelier\\_12008\\_/>](http://www.hotelier.sk/0108_nase_temy-_arch/clanok-54/kliepoanlo_hotely_hotelier_12008_/>).
- [27] ŠIMKOVÁ, Silvia . Voľný pohyb pracovných síl. EurActive [online]. 2008, x, [cit. 2010-04-16]. Dostupný z WWW: <[http://www.euractiv.sk/mobilita/zoznam\\_liniek/volny-pohyb-pracovnych-sil](http://www.euractiv.sk/mobilita/zoznam_liniek/volny-pohyb-pracovnych-sil)>.
- [28] Enviroportal [online]. 2008 [cit. 2010-04-05]. HDP na obyvateľa v parite kúpnej sily (PKS). Dostupný z WWW: <[http://enviroportal.sk/indikatory/detail.php?id\\_indikator=484](http://enviroportal.sk/indikatory/detail.php?id_indikator=484)>.
- [29] Slovensko Malá Veľká Krajina [online]. 18.05. 2009 [cit. 2010-04-05]. Dopady hospodárskej krízy najviac pocítili reštaurácie. Dostupný z WWW: <[http://new.sacr.sk/print/sacr/novinky/dopady-hospodarskej-krizy-najviac-pocitili-restauraie/>](http://new.sacr.sk/print/sacr/novinky/dopady-hospodarskej-krizy-najviac-pocitili-restauraie/).
- [30] JANČÍK, Ľuboš. Naša ekonomika bude na tom horšie ako česká. SME [online]. 7.4.2009, [cit. 2010-04-16]. Dostupný z WWW: <<http://ekonomika.sme.sk/c/4382880/nasa-ekonomika-bude-na-tom-horsie-ako-ceska.html>>.
- [31] JAN ČÍK, Ľuboš. Aj inflácia je na Slovensku červená. SME [online]. 18.11.2009,[cit. 2010-04-16]. Dostupný z WWW: <<http://ekonomika.sme.sk/c/5114194/aj-inflacia-je-na-slovensku-cervena.html>>.

#### Ostatné zdroje:

- [32] *Makroekonomické prognózy MFSR na roky 2009 - 2013*. Ministerstvo financií Slovenskej republiky. Bratislava, 2010.
- [33] *Evalentužívate ľská príručka*. Valex. Praha, 2008.

- [34] *Správa o sociálnej situácii obyvateľstva SR za rok 2008*. Ministerstvo práce, sociálnych vecí a rodiny SR, Bratislava, 2009.
- [35] *Štatistická správa o základných vývojových tendenciách v hospodárstve SR v I. polroku 2009*. Štatistický úrad Slovenskej republiky. Bratislava, 2009.

**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOL Ů A ZKRATEK**

A	Celkovéaktíva
BV	Ú čtovnáhodnotavlastnéhokapitálunajednuakciu
CAPM	Modeloce ňovaniakapitálovýchaktív
CF	CashFlow–pe ňážnýtok
CK	Cudzíkapitál
ČPK	Čistýpracovnýkapitál
d	Sadzbadanezpríjmu
DCF	Diskontovanécashflow
EBIT	Ziskpredúrokmiazdanením
FCFE	Vo ľnýpe ňážnýtokprevlastníkov
FCFF	Vo ľnýpe ňážnýtokprevlastníkovaverite ľov
K	Celkovýkapitál
MVA	Tržnápridanáhodnota
NOA	Čistéoperatívneaktíva
NOPAT	Čistýoperatívnyziskpozdanení
OŠD	Ošetrovaciedni
P	Tržnácénaakcie
ROE	Rentabilitavlastnéhokapitálu
RP	Rizikováprémia
VH	Výsledokhospodárenia
VK	Vlastnýkapitál
$Z_{(OP)}$	Zisknaakciuoce ňovanéhopodniku

**ZOZNAM POUŽITÝCH VZORCOV**

(1)	Výpočet celkového obchodného rizika.....	16
(2)	Výpočet celkového rizika.....	16
(3)	Výpočet WACC.....	18
(4)	Vzťah medzi VK, CK a celkovým kapitálom.....	19
(5)	Výpočet celkového kapitálu.....	19
(6)	Hodnota podniku pomocou násobiteľa.....	22
(7)	Hodnota vlastného kapitálu účtovnou metódou.....	25
(8)	Požadovaný vzťah investora medzi Pa a BV.....	26
(9)	Nárok vlastníka v prípade likvidity.....	26
(10)	Celkový investovaný kapitál.....	29
(11)	Výpočet hodnoty DCF entity – jednofázový prepočet.....	30
(12)	Výpočet hodnoty DCF entity – prestabilný rast.....	30
(13)	Hodnota podniku celkom – dvojfázová metóda DCF entity.....	31
(14)	Gordonov vzorec.....	32
(15)	Výpočet paušálnej metódy.....	33
(16)	Hodnota podniku strvale odnímateľným ziskom.....	34
(17)	Hodnota podniku strvale odnímateľným ziskom – dvojfázový prepočet.....	34
(18)	Hod. podniku strvale odním. ziskom – (dvojfázová) pr. obmedz. Životnosti.....	34
(19)	Hodnota podniku ako celkom metódou EVA.....	38
(20)	Model CAPM.....	88
(21)	Hodnota druhej fáze DCF – FCFE.....	98
(22)	Hodnota druhej fázy z minulých odnímateľných ziskov.....	101
(23)	Hodnota druhej fázy z plánovaných odnímateľných ziskov.....	102

**ZOZNAM GRAFOV**

Graf1 : Vývoj HDP v percentuálnych medziročných zmenách [34] .....	40
Graf2: Vývoj zamestnanosti v percentuálnych zmenách [26] .....	40
Graf3: Medziročná zmena indexu spotrebitelských cien % [34] .....	41
Graf4: Vývoj cien plynu pre podnikateľov (Euro/Gigajoule) [35] .....	41
Graf5: Medziročná zmena hrubého domáceho produktu [34] .....	42
Graf6: vývoj indexu starnutia za obdobie 2002–2008 ŠU [30] .....	43
Graf7: Vývoj HDP na obyvateľa podľa parity kúpnej sily [36] .....	44
Graf8: Vývoj počtu návštevníkov kúpeľov SR [vl.spracovanie] .....	46
Graf9: Vývoj počtu prenocovaní návštevníkov kúpeľov SR [vl.spracovanie] .....	47
Graf10: Vývoj tržieb za ubytovanie v kúpeľoch SR [vl.spracovanie] .....	47
Graf11: Vývoj priemernej ceny za ubytovanie v kúpeľoch SR [vl.spracovanie] .....	48
Graf12: Vývoj tržieb za ubytovanie v kúpeľoch v Trenčianskom kraji [vl.spracovanie] .....	51
Graf13: Spideranalýza [vl.spracovanie] .....	69

## ZOZNAM TABULIEK

<i>Tabuľka 1: PEST analýza oceňovanej spoločnosti [vl. spracovanie]</i> .....	38
<i>Tabuľka 2: Analýza atraktivity trhu oceňovaného podniku [vl. spracovanie]</i> .....	50
<i>Tabuľka 3: Určenie relevantného trhu oceňovanej spoločnosti [vl. spracovanie]</i> .....	51
<i>Tabuľka 4: Prognóza vývoja relevantnej region. trhu [vl. spracovanie]</i> .....	52
<i>Tabuľka 5: Vývoj tržného podielu oceňovanej spoločnosti [vl. spracovanie]</i> .....	53
<i>Tabuľka 6: Hospodárske skutočnosť firmy Kúpele Piešťany a.s. [vl. spracovanie]</i> .....	55
<i>Tabuľka 7: Plánované hospodárske skutočnosť Kúpeľov Piešťany [vl. spracovanie]</i> .....	55
<i>Tabuľka 8: Hospodárske skutočnosť Kúpeľov Dudince a.s. [vl. spracovanie]</i> .....	57
<i>Tabuľka 9: Plánované hospod. skutočnosť Kúpeľov Dudince a.s. [vl. spracovanie]</i> .....	57
<i>Tabuľka 10: Analýza konkurenčnej sily oceňovanej spoločnosti [vl. spracovanie]</i> .....	58
<i>Tabuľka 11: Porovnanie vybraných ukazovateľov [vl. spracovanie]</i> .....	69
<i>Tabuľka 12: Tempo rastu vybraných položiek za obdobie 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	70
<i>Tabuľka 13: Plánovaný vývoj vlastných výkonov 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	71
<i>Tabuľka 14: Plánovaný vývoj výkonov v spotrebe 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	72
<i>Tabuľka 15: Tempo rastu mzdových nákladov za obdobie 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	72
<i>Tabuľka 16: Plánovaný vývoj sociálnych nákladov 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	72
<i>Tabuľka 17: Odkávaná výška DO a ÚO v rokoch 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	73
<i>Tabuľka 18: Plánovaná výška vybraných nákladov 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	73
<i>Tabuľka 19: Plánovaná výška nákladových úrokov 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	74
<i>Tabuľka 20: Daň z príjmu PO splatná a odložená 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	74
<i>Tabuľka 21: Plánovaná výška DM na obdobie 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	74
<i>Tabuľka 22: Plánovaná výška bankových úverov 2009-2013 [vl. spracovanie]</i> .....	75
<i>Tabuľka 23: Výnosnosť 10-ročných štátnych dlhopisov za obdobie 2009-2013 [34]</i> .....	77
<i>Tabuľka 24: Vstup prejednotlivého modelu určenia N navl. kapitál [vl. spracovanie]</i> .....	77
<i>Tabuľka 25: Znalosť <math>\beta</math>-koeficientu pri nulovom zadĺžení [vl. spracovanie]</i> .....	78
<i>Tabuľka 26: Model CAPM s <math>\beta</math> koeficientom pri existujúcom zadĺžení [vl. spracovanie]</i> .....	78
<i>Tabuľka 27: Model CAPM s expertným stanovením <math>\beta</math>-koeficientu [vl. spracovanie]</i> .....	79
<i>Tabuľka 28: Náklady na VK s expertným odhadom <math>\beta</math>-koeficientu [vl. spracovanie]</i> .....	79

<i>Tabuľka 29: Model CAPM s <math>\beta</math> pod ľa obchodného a finančného rizika [vl. spracovanie]</i> .....	80
<i>Tabuľka 30: Komplexná stavebnicová metóda Ia II [vl. spracovanie]</i> .....	80
<i>Tabuľka 31: Vážený priemerný náklad na vlastný kapitál [vl. spracovanie]</i> .....	81
<i>Tabuľka 32: Vážený priemerný náklad na cudzí kapitál [vl. spracovanie]</i> .....	81
<i>Tabuľka 33: Vážený priemerný náklad na kapitál [vl. spracovanie]</i> .....	82
<i>Tabuľka 34: Výsledná hodnota podniku pomocou perpetuity [vl. spracovanie]</i> .....	84
<i>Tabuľka 35: Výsledná hodnota podniku pomocou likvidačnej hodnoty [vl. spracovanie]</i> .....	85
<i>Tabuľka 36: Výsledná hodnota spoločnosti pomocou účtovnej metódy [vl. spracovanie]</i> .....	85
<i>Tabuľka 37: Hodnota firmy pomocou FCFE [vl. spracovanie]</i> .....	86
<i>Tabuľka 38: Hodnota firmy stanovená metódou EVA [vl. spracovanie]</i> .....	87
<i>Tabuľka 39: Hodnota firmy z minulého odnímateľného čistého zisku [vl. spracovanie]</i> .....	88
<i>Tabuľka 40: Úroková sadzba úverov nadatočný úver [32]</i> .....	89
<i>Tabuľka 41: Hodnota firmy z plánovaného odnímateľného ČV [vl. spracovanie]</i> .....	89
<i>Tabuľka 42: Syntéza výsledkov ocenenia výnosovými metódami [vl. spracovanie]</i> .....	90

**ZOZNAM OBRÁZKOV**

<i>Obrázok 1: Zložky WACC [1]</i> .....	19
<i>Obrázok 2: Investovaný kapitál [7]</i> .....	26
<i>Obrázok 3: Výpočet FCFF [7]</i> .....	27
<i>Obrázok 4: Dvojfázová metóda DCF [6]</i> .....	28
<i>Obrázok 5: Výpočet FCFE [7]</i> .....	28
<i>Obrázok 6: Výpočet tržnej hodnoty vlastného kapitálu [10]</i> .....	33
<i>Obrázok 7: Výpočet tržných operatívnych aktív [10]</i> .....	33



**ZOZNAM PRÍLOH**

- PI Vzorce pro oceňování metodou EVA
- PII Vertikální a horizontální analýza SÚVAhy oceňování společnosti a její konkurenta
- PIII Horizontální a vertikální analýza výkazu zisků a strát společnosti. Podniku konkurenta
- PIV Plánování SÚVA společnosti Kúpele Trenčianske Teplice a.s.
- PV Plánování Výkazu zisků a Strát
- PVI Prevádzková a investičný kapitál
- PVII Neprevádzkové aktíva a originálny výsledok hospodárenia
- PVIII Analýza VH, analýza ČPK a Ukazovatele likvidity
- PIX Ukazovatele ziskovosti, rentability a multiplikátor akcionárov
- PX Ukazovatele aktivity

## PRÍLOHA I: VZORCE PRE OCEŇOVANIE METÓDOU EVA

### EVA Entity

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

$V$  = hodnota vlastného kapitálu podniku

$EVA_t$  = EVA v roku  $t$ po čítaní metódou entity

$NOA_0$  = čistá operatívne aktívka dátumu oceňovania

$WACC$  = priemerné vážené náklady na kapitál

$D_0$  = hodnota úročených dlhových dátumu ocenenia

$A_0$  = ostatné, tzn. neoperatívne aktívka dátumu ocenenia

$T$  = počet rokov explicitne plánovaných EVA

### EVA Equity

$$V = E_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+r_e)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{r_e \cdot (1+r_e)^T} + A_0$$

$E_0$  = hodnota vlastného kapitálu dátumu oceňovania vypočítaná ako  $NOA_0 - D_0$

$r_e$  = náklady vlastného kapitálu

### EVA APV

$$V = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+r_{e(n)})^t} + \frac{EVA_{T+1}}{r_{e(n)} \cdot (1+r_{e(n)})^T} + \sum_{t=1}^T \frac{r_D \cdot D_{t-1} \cdot Tax}{(1+r_D)^t} + \frac{r_D \cdot D_T \cdot Tax}{r_D \cdot (1+r_D)^T} - D_0 + A_0$$

$Tax$  = sadzba dane z príjmov

$r_{e(n)}$  = náklady vlastného kapitálu pri nulovom zdaľžení podniku

$D_{t-1}$  = úroková dlhka koncupredchádzajúceho roku, tzn. n.kpo čiatku roku  $t$

**PRÍLOHA II: VERTIKÁLNA A HORIZONTÁLNA ANALÝZA  
SÚVAHY OCEŇOVANEJ SPOLOČNOSTIA JEJ KONKURENTA**

<b>Kúpele Tr. Teplice (tis. Sk)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>07/06</b>	<b>2008</b>	<b>0</b>	<b>8/07</b>
Stále aktíva	440688	515528	17,0%	439601		-14,7%
DHM	434201	399859	-7,9%	233723		-41,5%
DNM	6487	3686	-43,2%	1121		-69,6%
DFM	0	111983	11198300%	204757		82,8%
Obežné aktíva	117276	66974	-42,9%	192680		187,7%
Zásoby	18743	4038	-78,5%	3406		-15,7%
Dlhodobé pohľadávky	2574	3482	35,3%	1968		-43,5%
Krátkodobé pohľadávky	9016	23609	161,9%	157177		565,8%
KFM	86943	35845	-58,8%	30129		-15,9%
Časové rozlíšenie	1646	1440	-12,5%	1173		-18,5%
<b>Aktív celkom</b>	<b>559610</b>	<b>583942</b>	<b>4,3%</b>	<b>633454</b>		<b>8,5%</b>
Vlastný kapitál	531241	551009	3,7%	549906		-0,2%
ZK	375690	375690	0,0%	375690		0,0%
Kapitál. Fondy	14366	14366	0,0%	15292		6,4%
Fondy zozisku	66085	166085	0,0%	168062		1,2%
VH min. rokov	-1	-24899	-2490000%	-7109		-71,4%
VH za účt. obdobie	-24899	19767	-179,4%	-2029		-110,3%
Cudzí zdroje	25790	30427	18,0%	78735		158,8%
Rezervy	8471	6020	-28,9%	7643		27,0%
Dlhodobé záväzky	275	1001	264,0%	1609		60,7%
Krátkodobé záväzky	17044	23406	37,3%	33063		41,3%
Bankové úvery	0	0	0,0%	36420		0,0%
- dlhodobé úvery	0	0	0,0%	36420		0,0%
- krátkodobé úvery	0	0	0,0%	0		0,0%
Časové rozlíšenie	2579	2506	-2,8%	4813		92,1%
<b>Pasív celkom</b>	<b>559610</b>	<b>583942</b>	<b>4,3%</b>	<b>633454</b>		<b>8,5%</b>

Kúpele Tr. Teplice (vtis. Sk)	2006		2007		2008	
Stáleaktíva	440688	78,75%	515528	88,28%	439601	69,40%
DHM	434201	77,59%	399859	68,48%	233723	36,90%
DNM	6487	1,16%	3686	0,63%	1121	0,18%
DFM	0	0,00%	11983	19,18%	204757	32,32%
Obežnéaktíva	117276	20,96%	66974	11,47%	192680	30,42%
Zásoby	18743	3,35%	4038	0,69%	3406	0,54%
Dlhodobé pohľadávky	2574	0,46%	3482	0,60%	1968	0,31%
Krátkodobé pohľadávky	9016	1,61%	23609	4,04%	157177	24,81%
KFM	86943	15,54%	35845	6,14%	30129	4,76%
Časové rozlíšenie	1646	0,29%	1440	0,25%	1173	0,19%
<b>Aktívacelkom</b>	<b>559610</b>	<b>100%</b>	<b>583942</b>	<b>100%</b>	<b>633454</b>	<b>100%</b>
Vlastný kapitál	531241	94,93%	551009	94,36%	549906	86,81%
ZK	375690	67,13%	375690	64,34%	375690	59,31%
Kapitál. Fondy	14366	2,57%	14366	2,46%	15292	2,4%
Fondy zozisku	166085	29,68%	166085	28,44%	168062	26,53%
VH min. rokov	-1	0,00%	-24899	-4,26%	-7109	-1,12%
VH za účt. obdobie	-24899	-4,45%	19767	3,39%	-2029	-0,32%
Cudzie zdroje	25790	4,61%	30427	5,21%	78735	12,4%
Rezervy	8471	1,51%	6020	1,03%	7643	1,21%
Dlhodobé záväzky	275	0,05%	1001	0,17%	1609	0,25%
Krátkodobé záväzky	17044	3,05%	23406	4,01%	33063	5,22%
Bankové úvery	0	0,00%	0	0,00%	36420	5,75%
- dlhodobé úvery	0	0,00%	0	0,00%	36420	5,75%
- krátkodobé úvery	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Časové rozlíšenie	2579	0,46%	2506	0,43%	4813	0,76%
<b>Pasívacelkom</b>	<b>559610</b>	<b>100%</b>	<b>583942</b>	<b>100%</b>	<b>633454</b>	<b>100%</b>

<b>Kúpele Dudincea.s.(vtis. Sk)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>07/06</b>	<b>2008</b>	<b>08/07</b>
Stáleaktíva	414094	489373	18,2%	475746	-2,8%
DHM	413037	488435	18,3%	475420	-2,7%
DNM	857	610	-28,8%	74	-87,9%
DFM	200	328	64,0%	252	-23,2%
Obežnéaktíva	146801	63886	-56,5%	94528	48,0%
Zásoby	2217	2144	-3,3%	1541	-28,1%
Dlhodobé pohľadávky	7366	3281	-55,5%	0	-100,0%
Krátkodobé pohľadávky	53857	13414	-75,1%	26676	98,9%
KFM	83361	45047	-46,0%	66311	47,2%
Časové rozlíšenie	1868	1838	-1,6%	1462	-20,5%
<b>Aktívacelkom</b>	<b>562763</b>	<b>555097</b>	<b>-1,4%</b>	<b>571736</b>	<b>3,0%</b>
Vlastný kapitál	300386	314898	4,8%	339668	7,9%
ZK	300361	300361	0,0%	300361	0,0%
Kapitál.Fondy	42	29	-31,0%	19	-34,5%
Fondy zo zisku	22516	0	-100%	12508	-
VH min. rokov	0	-16	-	0	-100%
VH za účt.Obdobie	-22533	14524	-164,5%	26780	84,4%
Cudzie zdroje	155809	136423	-12,4%	131222	-3,8%
Rezervy	2142	1862	-13,1%	1978	6,2%
Dlhodobé záväzky	72007	77578	7,7%	9960	-87,2%
Krátkodobé záväzky	30160	11483	-61,9%	8442	-26,5 %
Bankové úvery	51500	45500	-11,7%	110842	143,6%
-dlhodobé úvery	45500	39500	-13,2%	33500	-15,2 %
-krátkodobé úvery	6000	6000	0,0%	77342	1189,0%
Časové rozlíšenie	106568	103776	-2,6%	100856	-2,8%
<b>Pasívacelkom</b>	<b>562763</b>	<b>555097</b>	<b>-1,4%</b>	<b>571746</b>	<b>3,0%</b>

<b>Kúpele Dudince a.s. (vtis.Sk)</b>	<b>2006</b>		<b>2007</b>		<b>2008</b>	
Stáleaktíva	414094	73,58%	489373	88,16%	475746	83,21%
DHM	413037	73,39%	488435	87,99%	475420	83,15%
DNM	857	0,15%	610	0,11%	74	0,01%
DFM	200	0,04%	328	0,06%	252	0,04%
Obežnéaktíva	146801	26,09%	63886	11,51%	94528	16,53%
Zásoby	2217	0,39%	2144	0,39%	541	0,27%
Dlhodobé pohľadávky	7366	1,31%	3281	0,59%	0	0,00%
Krátkodobé pohľadávky	53857	9,57%	13414	2,42%	26676	4,67%
KFM	83361	14,81%	45047	8,12%	66311	11,60%
Časové rozlíšenie	1868	0,33%	1838	0,33%	1462	0,26%
<b>Aktívacelkom</b>	<b>562763</b>	<b>100%</b>	<b>555097</b>	<b>100%</b>	<b>571736</b>	<b>100%</b>
Vlastný kapitál	300386	53,38%	314898	56,73%	339668	59,41%
ZK	300361	53,37%	300361	54,11%	300361	52,53%
Kapitál.Fondy	42	0,01%	29	0,01%	19	0,00%
Fondy zozisku	22516	4,00%	0	0,00%	12508	2,19%
VH min. rokov	0	0,00%	-16	0,00%	0	0,00%
VH za účt. obdobie	-22533	-4,00%	14524	2,62%	26780	4,68%
Cudzí zdroje	155809	27,69%	136423	24,58%	131222	22,95%
Rezervy	2142	0,38%	1862	0,34%	1978	0,35%
Dlhodobé záväzky	72007	12,80%	77578	13,98%	9960	1,74%
Krátkodobé záväzky	30160	5,36%	11483	2,07%	8442	1,48%
Bankové úvery	51500	9,15%	45500	8,20%	110842	19,39%
-dlhodobé úvery	45500	8,09%	39500	7,12%	33500	5,86%
-krátkodobé úvery	6000	1,07%	6000	1,08%	77342	13,53%
<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>106568</b>	<b>18,94%</b>	<b>103776</b>	<b>18,70%</b>	<b>100856</b>	<b>17,64%</b>
<b>Pasívacelkom</b>	<b>562763</b>	<b>100%</b>	<b>555097</b>	<b>100%</b>	<b>571746</b>	<b>100%</b>

**PRÍLOHA III: HORIZONTÁLNA A VERTIKÁLNA ANALÝZA  
VÝKAZU ZISKOVA STRÁTOCE Ň. PODNIKU AKONKURENTA**

<b>Kúpele Trenč. Teplice (v tis. Sk)</b>	<b>2006</b>		<b>2007</b>		<b>2008</b>	
Tržby za predaj tovaru	8809	3,18%	6886	1,94%	4832	0,97%
Výkony:	260070	93,95%	308805	86,95%	330799	66,33%
- Tržby za predaj v l. výrobu služieb	257342	92,97%	306185	86,21%	328274	65,83%
- Zmeny stavu zásob	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
- Aktivácia	2728	0,99%	2620	0,74%	2525	0,51%
Tržby za predaj DM materiálu	458	0,17%	32958	9,28%	151870	30,45%
Ostatné prevádzkové výnosy	5216	1,88%	968	0,27%	3776	0,76%
Tržby za predaj CP	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Výnosové úroky	1516	0,55%	4210	1,19%	6901	1,38%
Kurzové zisky	618	0,22%	1268	0,36%	376	0,08%
Ostatné finančné výnosy	123	0,04%	76	0,02%	146	0,03%
<b>VÝNOSY</b>	<b>276810</b>	<b>100%</b>	<b>355171</b>	<b>100%</b>	<b>498700</b>	<b>100%</b>
Náklady na tovar	4404	1,46%	3285	0,98%	2309	0,46%
Výkonová spotreba	134927	44,72%	156202	46,57%	123907	24,75%
Osobné náklady	83827	27,78%	96734	28,84%	108660	21,70%
Dane a poplatky	4537	1,50%	4947	1,47%	4944	0,99%
Odpisy DHM a DNM	37805	12,53%	36416	10,86%	29771	5,95%
ZC predaného DM materiálu	1261	0,42%	12774	3,81%	141789	28,32%
Náklady na predané cenné papiere	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Zmeny stavu rezervy OP	892	0,30%	0	0,00%	0	0,00%
Ostatné prevádzkové náklady	30004	9,94%	23738	7,08%	81950	16,37%
Nákladové úroky	0	0,00%	2	0,00%	1124	0,22%
Kurzové straty	2037	0,68%	2058	0,61%	1134	0,23%
Ostatné finančné náklady	1997	0,66%	1453	0,43%	1442	0,29%
Ostatné mimoriadne náklady	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Daň	18	0,01%	-2205	-0,66%	3699	0,74%
<b>NÁKLADY</b>	<b>301709</b>	<b>100%</b>	<b>335404</b>	<b>100%</b>	<b>500729</b>	<b>100%</b>

<b>Kúpele Trenč. Teplice (v tis. Sk)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>07/06</b>	<b>2008</b>	<b>08/07</b>	
Tržby z predaj tovaru	8809	6886	-29,8%	4832	-29,8%	
Výkony:	260070	308805	14,3%	330799	7,1%	
- Tržby z predaj v l. výroby a služieb	257342	306185	14,5%	328274	7,2%	
- Zmeny stavu zásob	0	0	0,0%	0	0,0%	
- Aktivácia	2728	2620	-4,0%	2525	-3,6%	
Tržby z predaja DM materiálu	458	32958	7096,1%	1	51870	360,8%
Ostatné prevádzkové výnosy	5216	968	-81,4%	3776	2	90,1%
Tržby z predaja CP	0	0	0,0%	0	0,0%	
Výnosové úroky	1516	4210	177,7%	6901	63,9%	
Kurzové zisky	618	1268	105,2%	376	-70,3%	
Ostatné finančné výnosy	123	76	-38,2%	146	92,1%	
Ostatné mimoriadne výnosy	0	0	0,0%	0	0,0%	
<b>VÝNOSY</b>	<b>276810</b>	<b>355171</b>	<b>23,4%</b>	<b>498700</b>	<b>40,4%</b>	
Náklady na tovar	4404	3285	-25,4%	2309	-29,7%	
Výkonová spotreba	134927	156202	15,8%	123907	-20,7%	
Osobné náklady	83827	96734	15,4%	108660	12,3%	
Dane a poplatky	4537	4947	9,0%	4944	-0,1%	
Odpisy DHM a DNM	37805	36416	31,0%	29771	-18,2%	
ZC predaného DM materiálu	1261	12774	913,0%	141	789	1010,0%
Náklady na predané cenné papiere	0	0	0,0%	0	0,0%	
Zmeny stavu rezerva OP	892	0	-100,0%	0	0,0%	
Ostatné prevádzkové náklady	30004	23738	-20,9%	81	950	245,2%
Nákladové úroky	0	2	-	1124	56100,0%	
Kurzové straty	2037	2058	1,0%	1134	-44,9%	
Ostatné finančné náklady	1997	1453	-27,2%	1442	-0,8%	
Ostatné mimoriadne náklady	0	0	0,0%	0	0,0%	
Daň	18	-2205	-12350,0%	3699	-267,8%	
<b>NÁKLADY</b>	<b>301709</b>	<b>335404</b>	<b>15,0%</b>	<b>500729</b>	<b>49,3%</b>	



<b>Kúpele Dudince a.s. (vtis.Sk)</b>	<b>2006</b>		<b>2007</b>		<b>2008</b>	
Tržby za predaj tovaru	7676	4,73%	7421	3,90%	5396	2,52%
Výkony:	51026	93,02%	175946	92,47%	202394	94,54%
- Tržby za predaj vl. výroby a služieb	149985	92,38%	174888	91,92%	200981	93,88%
- Zmeny stavu zásob	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
- Aktivácia	1041	0,64%	1058	0,56%	1413	0,66%
Tržby za predaj DM materiálu	215	0,13%	538	0,28%	504	0,24%
Ostatné prevádzkové výnosy	1263	0,78%	3445	1,81%	3329	1,56%
Tržby za predaj CP	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Výnosové úroky	69	0,04%	268	0,14%	365	0,17%
Kurzové zisky	277	0,17%	225	0,12%	138	0,06%
Ostatné finančné výnosy	1824	1,12%	2423	1,27%	1953	0,91%
Ostatné mimoriadne výnosy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>VÝNOSY</b>	<b>162350</b>	<b>100%</b>	<b>190266</b>	<b>100%</b>	<b>214079</b>	<b>100%</b>
Náklady na tovar	4266	2,31%	3753	2,14%	2819	1,51%
Výkonová spotreba	79068	42,77%	69156	39,35%	69303	37,00%
Osobné náklady	52838	28,58%	55673	31,68%	60753	32,44%
Dane a poplatky	3145	1,70%	3247	1,85%	2930	1,56%
Odpisy DHM a DNM	5432	8,35%	19653	11,18%	22282	11,90%
ZC predaného DM materiálu	72	0,04%	100	0,06%	57	0,03%
NN predané cenné papiere	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Zmeny stavu rezervy OP	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ostatné prevádzkové náklady	27071	14,64%	10195	5,80%	12707	6,78%
Nákladové úroky	6669	3,61%	7622	4,34%	7227	3,86%
Kurzové straty	247	0,13%	205	0,12%	292	0,16%
Ostatné finančné náklady	1041	0,56%	2053	1,17%	2241	1,20%
Ostatné mimoriadne náklady	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Daň	-4966	-2,69%	4085	2,32%	6688	3,57%
<b>NÁKLADY</b>	<b>184883</b>	<b>100%</b>	<b>175742</b>	<b>100%</b>	<b>187299</b>	<b>100%</b>

<b>Kúpele Dudince a.s. (vtis.Sk)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>07/06</b>	<b>20</b>	<b>08</b>	<b>08/07</b>
Tržby za predaj tovaru	7676	7421	-3,3%	5396	-27,	3%
Výkony:	151026	175946		16,5%	202394	15,0%
- Tržby za predaj vl. výrob. a služieb	149985	174888		16,6%	200981	14,9%
- Zmeny stavu zásob	0	0	0,0%	0	0,0%	
- Aktivácia	1041	1058	1,6%	1413	33,6%	
Tržby za predaj DM materiálu	215	538	150,2%	504	-	6,3%
Ostatné prevádzkové výnosy	1263	3445	172,8%	3329		-3,4%
Tržby za predaj CP	0	0	0,0%	0	0,0%	
Výnosové úroky	69	268	288,4%	365	36,2%	
Kurzové zisky	277	225	-18,8%	138	-38,7%	
Ostatné finančné výnosy	1824	2423	32,8%	1953	-19,4%	
Ostatné mimoriadne výnosy	0	0	0,0%		0,0%	
<b>VÝNOSY</b>	<b>162350</b>	<b>190266</b>	<b>17,2%</b>	<b>214079</b>	<b>12,5%</b>	
Náklady na tovar	4266	3753	-12,0%	2819	-24,9%	
Výkonová spotreba	79068	69156	-12,5%	69303	0,2%	
Osobné náklady	52838	55673	5,4%	60753	9,1%	
Dane a poplatky	3145	3247	3,2%	2930	-9,8%	
Odpisy DHMa DNM	15432	19653	27,4%	22282	13,4%	
ZC predaného DM materiálu	72	100	38,9%	57	-43,0%	
Napredané cenné papiere	0	0	0,0%	0	0,0%	
Zmeny stavu rezervy OP	0	0	0,0%	0	0,0%	
Ostatné prevádzkové náklady	27071	10195	-62,3%	12	707	24,6%
Nákladové úroky	6669	7622	14,3%	7227	-5,2%	
Kurzové straty	247	205	-17,0%	292	42,4%	
Ostatné finančné náklady	1041	2053	97,2%	2241	9,2%	
Ostatné mimoriadne náklady	0	0	0,0%	0	0,0%	
Daň	-4966	4085	-182,3%	6688	63,7%	
<b>NÁKLADY</b>	<b>184883</b>	<b>175742</b>	<b>-4,9%</b>	<b>187299</b>	<b>6,6%</b>	

**PRÍLOHA PIV: PLÁNOVANÁSÚVAHASPOLO ČNOSTIKÚPELE  
TRENČIANSKETEPLICEA.S.**

Vtis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
<b>AKTIVACELKEM</b>	<b>669084</b>	<b>736932</b>	<b>777282</b>	<b>816517</b>	<b>853788</b>
Stáleaktíva	311952	360987	319435	278695	238538
Dlhodobýnehmotnýmajetok	1121	1121	1121	1121	1121
Dlhodobýhmotnýmajetok	206074	271229	245797	221177	197140
Dlhodobýfinančnýmajetok	104757	88637	72517	56397	40277
Obežnéaktíva	355959	374772	456674	536649	614077
Zásoby	3283	2639	3140	3269	3395
-materiál	2790	2344	2824	2937	3040
-tovar	492	295	316	332	355
Dlhodobépohľadávky	1881	1575	1896	1972	2041
Krátkodobépohľadávky	51717	43308	52140	54229	56140
-pohľadávkyzobchodnéhohostyku	47016	39371	47400	49299	51037
-iné pohľadávky	4702	3937	4740	4930	5104
Finančnýmajetok	299079	327251	399498	477179	552500
Časovérozlíšenie	1173	1173	1173	1173	1173
<b>PASÍVACELKOM</b>	<b>669084</b>	<b>736932</b>	<b>777282</b>	<b>816517</b>	<b>853788</b>
Vlastnýkapitál	591210	617071	660449	705626	751428
Základnýkapitál	375690	375690	375690	375690	375690
Kapitálovéfondy	14366	14366	14366	14366	14366
Fondyzozisku	158922	163145	165731	170069	174587
Výsledokhospodáreniaminulýchchrokov	2	38009	61284	100324	140983
VHbažnéhoobd.(+-)	42230	25861	43377	45177	45802
Cudziezdroje	73061	115048	112020	106078	97548
Rezervy	8253	8708	9537	10343	11219
-Ostatérezervy	7643	7643	7643	7643	7643
-Odloženýdaňovýzáväzok(pohl.-)	610	1065	1894	2700	3576
Dlhodobézáväzky	453	453	453	453	453
Krátkodobézáväzky	31727	20996	25125	26626	25749
-Záväzkyzobchodnéhohostyku	13164	11024	13272	13804	14290
-Záväzkyzamestnancom	5037	4853	5077	5399	5763
-Záväzkyzosoc.zabezpečenia	2833	2730	2856	3037	3242
-Štátne-daňovýzáväzky	8812	815	2024	2414	412
-Inézáväzky	1881	1575	1896	1972	2041
Bankovéúveryavýpomoci	32628	84891	76906	68657	60126
Časovérozlíšenie	4813	4813	4813	4813	4813

## RÍLOHAPV:PLÁNOVANÝVÝKAZZISKUASTRÁT

Vtis.Sk	2009	2010	2011	2012	2013
Tržbyzpredajtovaru	3672	2203	2355	2473	2646
Nákladyvynaloženénapredanýtovar	1755	1053	1126	1182	1265
Obchodnámarža	1917	1150	1230	1291	1382
Výkony	337364	283676	341336	354893	367229
Tržbyzpredajvvl.výr.aslužby	334839	281265	338925	352482	364818
Aktivácia	2525	2411	2411	2411	2411
Spotrebamateriáluaenergie	85311	67460	78542	81037	83139
Služby	42435	30553	42774	44058	45379
Pridanáhodnota	211536	186813	221249	231089	240093
Osobnénáklady	113323	109190	114223	121478	129676
Mzdovénáklady:	80487	77268	80822	85914	91670
-Mzdovénáklady	80487	77268	80822	85914	91670
-Odmeny členomorgánovspoločnosti	1988	2227	2494	2793	3128
-Nákladynasociálnezabezpečení	28171	27044	28288	30070	32085
-Sociálnenáklady	2677	2652	2619	2701	2793
Daneapoplatky	4944	4944	4944	4944	4944
OdpisyDHM	23528	23845	25432	24620	24037
OdpisyDNM	0	0	0	0	0
Ostatnéprevádzkovévýnosy	3776	3776	3776	3776	3776
Ostatnéprevádzkovénáklady	22248	18621	22577	23734	24350
Prevádzkovývysledokhospodárenia	51269	33989	57849	60089	60861
Výnosyzkrátkodobéhofin.majetku	166	166	166	166	166
Výnosovéúroky	5204	3518	3096	2680	2271
Nákladovéúroky	2021	3208	4959	4491	4005
Ostatnéfinančnévýnosy	522	522	522	522	522
Ostatnéfinančnénáklady	2576	2576	2576	2576	2576
Finančnývysledokhospodárenia	1295	-1578	-3751	-3698	-3621
Daňzpríjmovzabežnú činnosť	10333	6550	10721	11213	11438
Daňzpríjmuzabežnú činnosť-splatná	9640	6094	9892	10408	10562
Daňzpríjmuzabežnú činnosť-odložená	693	455	829	806	876
VH zabežnú činnosť	42230	25861	43377	45177	45802
Mimoriadnevýnosy	0	0	0	0	0
Mimoriadnenáklady	0	0	0	0	0
Daňzpríjmuzmimoriadnej činnosti	0	0	0	0	0
MimoriadnyVH	0	0	0	0	0
<b>VH za účtovnéobdobie</b>	<b>42230</b>	<b>25861</b>	<b>43377</b>	<b>45177</b>	<b>45802</b>
<b>VH predzdanením</b>	<b>52563</b>	<b>32411</b>	<b>54098</b>	<b>56391</b>	<b>57240</b>

## RÍLOHAPVI:PREVÁDZKOVONUTNÝINVESTI ČNÝKAPITÁL

Položkavtis.Sk	2006	2007	2008	2009	2010	2011	20	12	2013
Zásoby	18743	4038	3406	3283	2639	3140	3269	3	395
Zásobynesúvisiaceshl. čin.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pohľadávkykrátkodobé(KP)	9016	23609	157177	51717		43308	52140	54229	56140
KPnesúvisiaceshl. čin.	0	0	131994	0	0	0	0	0	0
Minimálnaokamžitálikvidita(OL)	2	2	2	2	2	2	2	2	2
FMpod ľaminimálnejOL	341	468	661	635	420	506	535	515	
FMzfinan čnéhoplánu	86943	35845	30129	299079	327251	400	456	478885	554999
FMprevádzkovonutný(použitý)	341	468	661	635	420		506	535	515
MinimálnaOLvýsledná	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00		2,00	2,00
Záväzkykrátkodobé,neúro čené	17044	23406	33063	31727	20996	25307	2672	9	25767
KZneúro čené-nesúv.shl. čin.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Čistýpracovníkapitál	11056	4709	-3813	23907	25371	30480	31304	34284	
Dlhodobýnehmotnýmajetok	6487	3686	1121	1121	1	121	1121	1121	1121
Dlhodobýhmotnýmajetok	434201	399858	233723	20	6074	271229	245797	221177	197140
DMnepotrebnýkhl. čin.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Nedokon čenéinvestície	793	0	0	0	0	0	0	0	0
PrevádzkovonutnýDM	440688	403544	234844	20719	5	272350	246918	222298	198261
Dlhodobýfinan čnímajetok	0	111983	204757	104757	88637	72517		56397	40277
DFMprevádzkovonutný	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlhodobé pohľadávky	2483	3216	812	1881	1575	1896	1972	204	1
Dlhodobé pohľadávky prev. nutné	2483	3216	812	1881	1575	1896	19	72	2041
Dlhodobézáväzky-neúro čené,	8655	6755	8096	8706	9161	9990	10796	11	672
-ztoho nesúvisiaceshl. čin.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PrevádzkovonutnýIK	445572	404714	223747	22427	7	290135	269304	244778	222914
Čisté investície (prírastok IK)	x	-40858	-180967	530		65858	-20831	-24526	-21864
Priemerná hodnota IK	x	425143	314231	224012	257	206	279719	257041	233846

**RÍLOHAPVII:NEPREVÁDZKOVÉAKTÍVA AKORIGOVANÝ  
VÝSLEDOKHOSPODÁRENIA**

Položkytis.Sk	Oceneniek1.12009		
	účtovná. hodnota	Tržné ocenenie	prevýpo čet
PrevádzkovonepotrebnýDM	0	x	0
DFMbezfin.maj.prevádzkovonutného	204757	x 20	4757
Zásobynesúvisiaceshlavnou činností	0	x	0
Pohľadávkykrátkodobénesúvisiaceshl. čin.	131994	x	131994
Pohľadávkydlhodobénesúvisiaceshl. čin.	0	x	0
Uvolneniefin.maj.ztitulupožadovanémin.likvidity	29468	x	29468
Hodnotaneprevádzkovýaktívcelkom	366219	x	366219
Závazkykrátkodobéneúročené-nesúvisiaceshl. čin.	0	x	0
Závazkydlhodobéneúročené-nesúvisiaceshl. čin.	0	x	0
<b>Korigovanáhodnotaneprevádzkovýchaktív</b>	<b>366219</b>	<b>x</b>	<b>366219</b>

PoložkytisSk	2009	2010	2011	2012	2013
Prevádzkovýhospodárskyvýsledok(HV)	51269	33989	58807	61110	61945
Zisk(strata)zpredajaDMamateriálu	0	0	0	0	0
Nspojenésdlhodobýmizávazky(mimoúrok)	0	0	0	0	0
Výnosyzprevádzkovonepotrebnéhomajetku	0	0	0	0	0
Nspojenésprevá.nepotr.majet.bezodpisov	0	0	0	0	0
Odpisyzprevádzkovonepotrebnéhomajetku	0	0	0	0	0
VýnosyzprevádzkovonutnéhoDFM	0	0	0	0	0
NákladyspojenésprevádzkovonutnýmDFM	0	0	0	0	0
Prevádzkovonutnéfinančnénáklady	4597	5784	7535	7067	6581
<b>KorigovanýprevádzkovýHVpredzdanením</b>	<b>46672</b>	<b>28205</b>	<b>51272</b>	<b>54043</b>	<b>55326</b>

**RÍLOHAPVIII:ANALÝZAVH,ANALÝZA ČPKAUKAZOVATELE  
LIKVIDITY**

	<b>UkazovateľVH</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>KúpeleDudincea.s.</b>	PrevádzkovýVH	-21712	25573	40772
	FinančnýVH	-5787	-6964	-7304
	MimoriadnyVH	0	0	0
	Výsledokhospodárenia(EAT)	-22533	14524	26780
	EBT	-27499	18609	33468
	EBIT	-20830	26231	40695
<b>KúpeleTrenčianskeTeplicea.s.</b>	PrevádzkovýVH	-23104	15521	-2053
	FinančnýVH	-1777	2041	3723
	MimoriadnyVH	0	0	0
	Výsledokhospodárenia(EAT)	-24899	19767	-2029
	EBT	-24881	17562	1670
	EBIT	-24881	17564	2794

	<b>Ukazovateľ ČPK</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>KúpeleDudincea.s.</b>	ČPK(vtis.Sk)	103275	43122	8744
	ČPK/A	18,35%	7,77%	1,53%
	ČPK/OA	70,35%	67,50%	9,25%
<b>KúpeleTrenčianskeTeplicea.s.</b>	ČPK(vtis.Sk)	97658	40086	157649
	ČPK/A	17,45%	6,83%	24,89%
	ČPK/OA	83,27%	59,85%	81,82%

	<b>Ukazovateľlikvidity</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>Doporuč.hodnota</b>
<b>KúpeleDudincea.s.</b>	Bežnálikvidita	4,1	3,7	1,1	1,5-2
	Pohotoválikvidita	3,8	3,3	1,1	1
	Hotovostnálikvidita	2,3	2,6	0,8	0,2
<b>KúpeleTrenčianskeTeplicea.s.</b>	Bežnálikvidita	6,9	2,9	2,8	1,5-2
	Pohotoválikvidita	5,6	2,5	5,7	1
	Hotovostnálikvidita	5,1	1,5	0,9	0,2

**RÍLOHAPIX:UKAZOVATELEZD ÍŽENOSTI,RENTABILITY  
AMULTIPLIKÁTORAKCIONÁROV**

	<b>Ukazovateľzad Íženosti</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Kúpele Du- dincea.s.</b>	Celková zadlženosť	27,69%	24,58%	22,95%
	Mierazadlženosti	51,87%	43,32%	38,63%
	Vlastníkapitál/Dlhodobýmajetok	72,54%	64,35%	71,4 0%
	Dlhodobé zdroje/Dlhodobýmajetok	101,43%	88,65%	80, 95%
	Ukazovateľ úrokového krytia	-3,12	3,44	5,63
<b>Kúpele Trenčianske Tepliea.s.</b>	Celková zadlženosť	4,61%	5,21%	12,43%
	Mierazadlženosti	4,85%	5,52%	14,32%
	Vlastníkapitál/Dlhodobýmajetok	120,55%	106,88%	12 5,09%
	Dlhodobé zdroje/Dlhodobýmajetok	122,53%	108,24%	13 5,48%
	Ukazovateľ úrokového krytia	-	-	2,49

	<b>Ukazovateľrentability</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Kúpele Du- dincea.s.</b>	Rentabilita tržieb (použitý EBIT)	-13,21%	14,39%	19,72%
	Rentabilita výnosov	-13,88%	7,63%	12,51%
	Rentabilita celkového kapitálu	-3,70%	4,73%	7,12%
	Rentabilita vlastného kapitálu	-7,50%	4,61%	7,88%
<b>Kúpele Trenčianske Tepliea.s.</b>	Rentabilita tržieb EBIT (použitý EBIT)	-9,35%	5,61%	0,84%
	Rentabilita výnosov	-8,99%	4,95%	0,56%
	Rentabilita celkového kapitálu	-4,45%	3,01%	0,44%
	Rentabilita vlastného kapitálu	-4,69%	3,59%	-0,37%

	<b>Ukazovateľ</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Kúpele Dudincea.s.</b>	multiplikátor kapitálu akcionárov	2,47	1,25	1,38
<b>Kúpele Trenčianske Tepliea.s.</b>	multiplikátor kapitálu akcionárov	1,05	1,06	0,69



## RÍLOHAPX:UKAZOVATELEAKTIVITY

	Ukazovateleaktivity	2006	2007	2008
<b>Kúpele Du- dincea.s.</b>	Obratcelkovýchaktívztržieb	0,3	0,3	0,4
	Dobaobratuzásobztržieb(dni)	5	4	3
	Dobaobratupoh ľadávokztržieb(dni)	123	26	47
	Dobaobratuzávãkztržieb(dni)	83	35	150
	Obratovosťpoh ľadávok	2,6	10,9	7,7
	Obratovosťkrátkodobýchzãvkov	4,4	10,4	2,4
	Krytiezásobpracovnýmkapitãlom	49,91	21,64	5,67
<b>Kúpele Trenčianske Teplicea.s.</b>	Obratcelkovýchaktívztržieb	0,5	0,5	0,5
	Dobaobratuzásobztržieb(dni)	25	5	4
	Dobaobratupoh ľadávokztržieb(dni)	16	31	172
	Dobaobratuzávãkztržieb(dni)	30	28	77
	Obratovosťpoh ľadávok	23	11,6	2,1
	Obratovosťkrátkodobýchzãvkov	15,6	13,4	10,1
	Krytiezásobpracovnýmkapitãlom	5,74	9,93	46,29