

# **Projekt stanovení hodnoty podniku KORA a. s. pomocí vybraných metod oceňování**

Bc. Martina Bulejková

---

Diplomová práce  
2016



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2015/2016

# ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Martina Bulejková**  
Osobní číslo: **M12004**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**  
Forma studia: **kombinovaná**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku KORA a. s. pomocí vybraných metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

## Úvod

### I. Teoretická část

- Na základě dostupné odborné literatury zpracujte problematiku týkající se ocenění podniku s důrazem na výnosové metody.

### II. Praktická část

- Provedte analýzu vývoje vnějšího a vnitřního prostředí společnosti KORA, a. s.
- Na základě provedené analýzy a prognózy vývoje trhu vypracujte finanční plán společnosti KORA, a. s.
- Pomocí vybraných výnosových metod oceňování stanovte hodnotu podniku.

## Závěr

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

Seznam odborné literatury:

**DAMODARAN, Aswath.** The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit. Hoboken, N. J.: John Wiley, c2011. 230 p. ISBN 978-111-8004-777.

**KISLINGEROVÁ, Eva.** Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-717-9529-1.


**KOLLER, Tim, Marc GEODHART a David WESSELS.** Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 5th ed. Hoboken: John Wiley, 2010, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

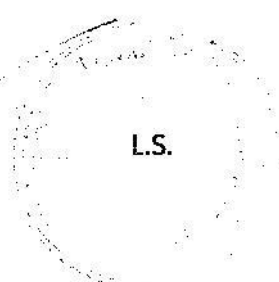
**MAŘÍK, M. a kol.** Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRES, 2011. ISBN 978-80-86929-67-5.

**PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ.** Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Libor Fojtík**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **15. února 2016**  
Termín odevzdání diplomové práce: **18. dubna 2016**

Ve Zlíně dne 15. února 2016

  
doc. RNDr. PhDr. Oldřich Hájek, Ph.D.  
*děkan*



  
doc. Ing. Miloš Král, CSc.  
*ředitel ústavu*

# PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové 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;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou diplomovou 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. 32;
- podle § 603 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- 

---

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 pořizovat 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 nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo 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 udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

podle § 604 odst. 2 a 3 mohou užít své dílo – diplomovou 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 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 práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 11. 4. 2016

  
\_\_\_\_\_

---

*4 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:*

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému 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 vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.*

## **ABSTRAKT**

Cieľom tejto diplomovej práce je stanoviť hodnotu spoločnosti KORA, a.s. k 31.12.2015 využitím vybraných výnosových metód oceňovania. Teoretická časť práce definuje podnik ako predmet ocenenia, nasleduje doporučený postup pri oceňovaní podniku. V ďalších kapitolách sú popísané vybrané výnosové a majetkové oceňovacie metódy. V praktickej časti je stručne charakterizovaná spoločnosť KORA, a.s., nasleduje strategická a finančná analýza. Na základe výsledkov analýz je zostavený finančný plán, ktorý je podkladom pre stanovenie hodnoty oceňovaného podniku vybranými metódami.

**Kľúčové slová:** podnik, hodnota podniku, ocenenie podniku, strategická analýza, finančná analýza, finančný plán, výnosové metódy oceňovania.

## **ABSTRACT**

The aim of this Master thesis is to determine the value of company KORA, a. s. for December 31, 2015 through of selected yield valuation methods. The theoretical part defines company as a subject of valuation followed by the recommended procedure of valuation. In the following chapters there is described the actual process of business valuation, and in the conclusion there are described the different methods used for valuation. In the practical part is briefly introduced KORA, a. s., followed by strategic and financial analysis. Based on the results of the analysis is created the financial plan, followed by the project of determining the value of the company by selected methods.

**Keywords:** enterprise, value of company, company valuation, strategic analysis, financial analysis, financial plan, yield methods of valuation.

Moje poďakovanie patrí Ing. Liborovi Fojtíkovi za vedenie mojej diplomovej práce a za cenné rady, ktoré mi poskytol. Taktiež by som chcela poďakovať spoločnosti KORA, a. s., predovšetkým Ing. Petrovi Horalovi a Ing. Dušanovi Červenému za ich spoluprácu a poskytnutie potrebných informácií a podkladov pre spracovanie tejto diplomovej práce.

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

# OBSAH

ÚVOD.....	11
<b>I TEORETICKÁ ČASŤ.....</b>	<b>13</b>
<b>1 PODNIK AKO PREDMET OCENENIA .....</b>	<b>14</b>
1.1    DEFINÍCIA PODNIKU .....	15
1.2    KATEGÓRIE HODNOTY PODNIKU.....	15
1.2.1    Trhová hodnota .....	16
1.2.2    Subjektívna (investičná) hodnota.....	16
1.2.3    Objektivizovaná hodnota .....	17
1.2.4    Kolínska škola.....	18
<b>2 FAKTOR ČASU A RIZIKA, DISKONTNÁ MIERA .....</b>	<b>20</b>
2.1    FAKTOR ČASU.....	20
2.2    FAKTOR RIZIKA .....	20
2.2.1    Obchodné riziko .....	21
2.2.2    Finančné riziko.....	21
2.2.3    Riziko systematické a nesystematické .....	21
2.3    DISKONTNÁ MIERA.....	22
2.3.1    Diskontná miera a riziko .....	22
2.3.2    Diskontná miera a účel ocenenia.....	22
<b>3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU.....</b>	<b>24</b>
3.1    ZBER VSTUPNÝCH DÁT .....	25
3.2    STRATEGICKÁ ANALÝZA .....	26
3.2.1    Relevantný trh a jeho prognóza.....	27
3.2.2    Analýza konkurenčnej sily daného podniku .....	27
3.2.3    Prognóza tržieb oceňovaného podniku .....	28
3.3    FINANČNÁ ANALÝZA .....	28
3.4    ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ .....	29
3.5    ANALÝZA A PROGNOZA GENERÁTOROV HODNOTY.....	30
3.6    ZOSTAVENIE FINANČNÉHO PLÁNU .....	30
<b>4 VYBRANÉ METÓDY OCEŇOVANIA .....</b>	<b>32</b>
4.1    METÓDY OCENENIA NA ZÁKLADE ANALÝZY VÝNOSOV .....	33
4.1.1    Metóda diskontovaného Cash Flow .....	34
4.1.1.1    Metóda DCF-Entity .....	36
4.1.1.2    Metóda DCF-Equity .....	38
4.1.1.3    Metóda APV .....	39
4.1.2    Metóda kapitalizovaných čistých výnosov .....	40
4.1.3    Metóda ekonomickej pridanej hodnoty.....	41
4.2    METÓDY OCENENIA NA ZÁKLADE ANALÝZY TRHU .....	42
4.3    METÓDY OCENENIA NA ZÁKLADE ANALÝZY MAJETKU .....	43
4.3.1    Likvidačná hodnota .....	43
4.3.2    Ocenenie za predpokladu pokračovania podniku.....	44
4.3.2.1    Účtovná hodnota na princípe historických cien.....	45
4.3.2.2    Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien.....	45
4.3.2.3    Substančná hodnota na princípe úspory nákladov .....	46



<b>II PRAKTICKÁ ČASŤ .....</b>	<b>47</b>
<b>5 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI KORA A.S. ....</b>	<b>48</b>
5.1 PREDMET ČINNOSTI .....	48
5.2 HOSPODÁRSKY VÝVOJ V ROKU 2014 .....	49
5.3 ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA .....	50
5.4 DÔVODY PRE OCENENIE SPOLOČNOSTI .....	50
<b>6 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....</b>	<b>51</b>
6.1 MAKROEKONOMICKÉ PROSTREDIE .....	51
6.1.1 Politické a legislatívne prostredie .....	51
6.1.2 Ekonomické prostredie.....	52
6.1.3 Technické a technologické prostredie .....	53
6.1.4 Sociálne prostredie .....	53
6.2 VYMEDZENIE RELEVANTNÉHO TRHU .....	54
6.2.1 Stručná charakteristika odvetvia .....	54
6.2.2 Kvalitatívne vymedzenie relevantného trhu.....	55
6.2.3 Hodnotenie atraktivity trhu .....	56
6.2.4 Prognóza vývoja trhu .....	58
6.3 ANALÝZA KONKURENCIE A VNÚTORNÉHO POTENCIÁLU PODNIKU.....	59
6.3.1 Stanovenie trhového podielu spoločnosti.....	59
6.3.2 Identifikácia potenciálnych konkurentov .....	61
6.3.3 Zhodnotenie vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily .....	62
6.3.4 Trhová pozícia firmy .....	64
6.4 PROGNOZA TRŽIEB .....	65
<b>7 FINANČNÁ ANALÝZA.....</b>	<b>67</b>
7.1 ANALÝZA ABSOLÚTNYCH UKAZOVATEĽOV .....	67
7.1.1 Analýza majetkovej a finančnej štruktúry spoločnosti .....	67
7.1.2 Analýza výnosov a nákladov .....	68
7.1.3 Analýza výsledku hospodárenia.....	69
7.2 ANALÝZA ROZDIELOVÝCH A POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV.....	70
7.2.1 Analýza čistého pracovného kapitálu.....	70
7.2.2 Ukazovatele likvidity .....	71
7.2.3 Ukazovatele rentability .....	72
7.2.4 Ukazovatele aktivity.....	72
7.2.5 Ukazovateľ a zadlženosti .....	73
7.3 ANALÝZA SÚHRNNÝCH UKAZOVATEĽOV .....	74
7.3.1 Altamanova analýza (Z-score) .....	74
7.3.2 Index IN99 .....	75
7.4 POSÚDENIE FINANČNÉHO ZDRAVIA SPOLOČNOSTI .....	75
<b>8 STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN SPOLOČNOSTI.....</b>	<b>78</b>
8.1 PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI KORA, A. S. ....	78
8.2 PLÁNOVANÁ SÚVAHA SPOLOČNOSTI KORA, A. S.....	80
8.3 PLÁNOVANÝ VÝKAZ CASH FLOW .....	81
8.4 FINANČNÁ ANALÝZA PLÁNU.....	81
<b>9 PROJEKT STANOVENIA HODNOTY SPOLOČNOSTI KORA, A.S.</b>	

<b>VYUŽITÍM VÝNOSOVÝCH METÓD .....</b>	<b>83</b>
9.1 VYMEDZENIE KATEGÓRIE HODNOTY, DÁTUMU A ÚČELU OCENENIA .....	83
9.2 STANOVENIE DISKONTNEJ MIERY .....	83
9.2.1 Vymedzenie kapitálovej štruktúry spoločnosti .....	83
9.2.2 Náklady na cudzí kapitál .....	84
9.2.3 Náklady na vlastný kapitál .....	84
9.2.4 Stanovenie vážených priemerných nákladov na kapitál (WACC).....	87
9.3 ODHAD TEMPA RASTU „G“ .....	88
9.4 STANOVENIE HODNOTY SPOLOČNOSTI KORA, A.S. METÓDOU DISKONTOVANÝCH PEŇAŽNÝCH TOKOV .....	89
9.5 STANOVENIE HODNOTY SPOLOČNOSTI KORA, A.S. METÓDOU EVA .....	93
9.6 ZHRNUTIE VÝSLEDKOV POUŽITÝCH METÓD OCENENIA SPOLOČNOSTI KORA, A. S.95	
9.6.1 Analýza citlivosti .....	96
<b>ZÁVER .....</b>	<b>97</b>
<b>ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY .....</b>	<b>99</b>
<b>ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK.....</b>	<b>102</b>
<b>ZOZNAM OBRÁZKOV .....</b>	<b>104</b>
<b>ZOZNAM TABULIEK .....</b>	<b>105</b>
<b>ZOZNAM PRÍLOH.....</b>	<b>107</b>

## ÚVOD

Oceňovanie podniku bolo na Slovensku až do roku 1990 neznámy pojem. V tomto období existovalo u nás centrálné riadené hospodárstvo a trh v podstate neexistoval. S príchodom voľného trhu bolo potrebné vyriešiť otázku oceňovacích postupov, ktoré určia reálnu hodnotu majetku, operácií alebo celých spoločností. V dnešnej dobe je oceňovanie na Slovensku stále aktuálnejšou témou, trh s podnikmi sa stále rozvíja a zvyšuje sa tak význam oceňovania.

Stanovenie hodnoty podniku je súčasťou finančného riadenia. Ide o relatívne komplikovanú činnosť, ktorá môže so sebou priniesť množstvo prekážok. Ich vyriešenie a teda aj samotné oceňovanie závisí na niekoľkých aspektoch, medzi ktoré patria zvolené metódy oceňovania, praktické skúsenosti, teoretické poznatky a v neposlednom rade intuícia. Aby nedošlo k nadhodnoteniu alebo podhodnoteniu oceňovanej spoločnosti, je veľmi dôležité jednotlivým krokom venovať dostatočnú pozornosť.

Hlavným cieľom tejto diplomovej práce je stanoviť trhovú hodnotu spoločnosti KORA, a. s. pomocou vybraných výnosových metód oceňovania. Ide o podnik s pozitívnou perspektívou ďalšieho vývoja, a preto boli zvolené práve tieto metódy oceňovania. Stanovenie hodnoty podniku je realizované k 31.12.2015.

Práca je rozdelená do dvoch častí. Teoretická časť je venovaná základnému východisku pre ocenenie spoločnosti. Popisuje podnik ako predmet ocenenia, hodnoty podniku a dôvody jeho ocenenia. V ďalších kapitolách je vymedzený faktor času a rizika, vzťah diskontnej miery a oceňovania a podrobný postup pri oceňovaní podniku. Následne sú rozobraté jednotlivé metódy oceňovania, založené na analýze výnosov.

Úvodom praktickej časti je v krátkosti predstavená spoločnosť KORA, a. s. Nasledujúca kapitola sa venuje strategickej analýze, ktorá je jedným zo základných predpokladov ocenenia. Jej cieľom je identifikovať odvetvie, relevantný trh a vyjadriť tak výnosový potenciál spoločnosti a určiť prognózu tržieb. Ďalším krokom je finančná analýza, ktorá analyzuje základné účtovné výkazy z minulých období (2009 – 2015) a definuje finančné zdravie podniku. Na základe strategickej a finančnej analýzy je následne zostavený finančný plán na obdobie rokov 2016 – 2018. Finančný plán je východiskom pre samotné stanovenie hodnoty podniku vybranými výnosovými metódami. V tejto práci budú použité konkrétne dve metódy, a to metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF) a metóda ekonomickej pridanej hodnoty EVA. Tieto metódy sú v praxi používané najčastejšie.

Závěrečná kapitola bude venovaná zhrnutiu dosiahnutých výsledkov a bude potvrdená alebo vyvrátená výnosová perspektíva podniku. Taktiež bude zhodnotené, či bol splnený cieľ tejto diplomovej práce. Informácie použité pre spracovanie tejto práce sú čerpané z interných zdrojov spoločnosti, odbornej literatúry a z ekonomických portálov.

Výsledok ocenenia spoločnosti je relevantný iba pre konkrétny účel spracovania a má pre spoločnosť iba informatívny charakter, no aj napriek tomu verím, že závery tejto práce, môžu byť pre management spoločnosti nápomocné v jej ďalšom riadení.

## **I. TEORETICKÁ ČASŤ**

## 1 PODNIK AKO PREDMET OCENENIA

Problematika oceňovania podniku je stále významnou ekonomickou disciplínou, aj keď po určitej odmlke momentálne prechádza fázou dynamického vývoja. Počiatky tejto disciplíny siahajú v nemeckých krajinách až do 19. storočia, ale na našom území sa o oceňovaní začalo hovoriť až približne začiatkom 21. storočia. Teória oceňovania býva tiež chápaná ako súčasť podnikových financií, aj keď sú tieto teórie v podstate odlišné. V konečnom dôsledku sú v oboch oblastiach využívané niektoré rovnaké metódy. (Krabec, 2009, s. 15)

Pojem ocenenie podniku vo všeobecnosti zahŕňa oceňovanie v užšom slova zmysle, ale aj ohodnocovanie. Výsledkom je stanovenie určitej čiastky. Vo svetovej praxi môžeme teda rozlišovať dva pojmy, a to: oceňovanie (súvisí predovšetkým s daňovou reguláciou) a ohodnocovanie (oceňovateľ stanovuje hodnotu vo výške očakávanej alebo očakávateľnej ceny).

Oceňovanie podniku, respektíve majetku, ktorí podnik vlastní je často spájané len s fyzickou podstatou majetku. Pri oceňovaní je však dôležité zohľadniť aj právo, ktoré je spojené so samotným užívaním tohto majetku. Podstatné je zhrnúť všetky zložky, z ktorých sa podnik skladá, či už hmotné, ale aj tie nehmotné do jedného celku a pozerat' sa na podnik v celistvosti. (Kislingerová, 2001, s. 9)

Oceňovatelia sa stretávajú s rôznymi skutočnosťami a úskaliami pri oceňovaní podniku, a preto je dôležité brať do úvahy účel a okolnosti ocenenia podniku.

Účelov na spracovanie ocenenia podniku je niekoľko:

- kúpa a predaj podniku,
- zvýšenie alebo zníženie základného kapitálu,
- splynutie, zlúčenie alebo rozdelenie obchodných spoločností,
- zmena právnej formy,
- uvedenie spoločnosti na kapitálový trh,
- poistenie podniku,
- platenie rôznych daní,
- potreba hodnotenia výsledkov práce manažmentu,
- rozhodovanie o sanácii alebo likvidácii podniku a iné. (Kislingerová, 2001, s. 11)

Skôr ako začneme riešiť to, ako podnik oceniť, musíme vedieť čo vlastne oceňujeme a čo by malo byť výsledkom oceňovania. (Mařík, 2003, s. 13)

Pred samotným oceňovaním je potrebné vedieť účel ocenenia. Valach (1999, s. 263) delí oceňovanie na dve podskupiny, a to pre potreby štátnej administratívy a pre podnikateľský účel.

## 1.1 Definícia podniku

Rôzne literatúry označujú podnik odlišnými definíciami. Podľa zákona č. 513/1991 Zb. sa podnikom rozumie „*súbor hmotných ako aj osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku patria veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku alebo vzhľadom na svoju povahu majú tomuto účelu slúžiť*“. Wöhe (2007) vo svojej knihe uvádza, že podnik je „*plánovite organizovaná hospodárska jednotka, v ktorej sa zhotovujú a predávajú vecné statky a služby*“.

Podľa Maříka má najväčší význam definícia uvádzaná v zákonníku.

Křístek (2010), ale uvádza, že podnik sa v tejto definícii skladá iba z majetku a nehovorí sa tu o záväzkoch podniku, ktoré sú pre ocenenie veľmi dôležité. Záväzky sú teda spomenuté v zmluve o predaji podniku, ktorej definícia je uvádzaná v ods. 1 § 476 obchodného zákonníka. „*Zmluvou o predaji podniku sa predávajúci zaväzuje odovzdať kupujúcemu podnik a previesť na neho vlastnícke právo k podniku a kupujúci sa zaväzuje prevziať záväzky predávajúceho súvisiace s podnikom a zaplatiť kúpnu cenu*“.

Podnik je celok, ktorý je schopný prinášať určitý úžitok, generovať výnos v súčasnosti, ale aj v budúcnosti. (Kislingerová, 2001, s. 10)

## 1.2 Kategórie hodnoty podniku

Z ekonomického hľadiska rozlišujeme úžitkovú a zmenu hodnotu statku. Úžitková hodnota je schopnosť uspokojiť ľudské potreby, je subjektívna a individuálna pre každého jedinca. Úžitková hodnota podniku vyplýva zo skutočnosti, že podnik je sociálny, ekonomický a technický celok, teda fungujúci a schopný prinášať úžitok. Opakom je zmenu hodnota, ktorá je výsledkom stretu ponuky a dopytu po určitom statku, predstavuje teda objektívnu hodnotu. Môžeme skonštatovať, že hodnota sa v čase mení a závisí na vývoji budúcich úžitkov. Vyjadriť ju môžeme len k určitému časovému okamihu. Hodnotu, v prípade podniku, nemôžeme stotožňovať s cenou. Výsledná hodnota, za ktorú sa podnik predá, ovplyvňuje množstvo faktorov. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 115)

### 1.2.1 Trhová hodnota

Trhovou hodnotu je vhodné zisťovať ak bude podnik obchodovaný na burze alebo bude predmetom predaja, ale zatiaľ nie je známy konkrétny kupujúci a súčasný vlastník podniku, teda predávajúci pravdepodobnú cenu iba odhaduje. (Mařík, 2003, s. 21)

Ide o čiastku, za ktorú by mal byť majetok zmenený k dátumu ocenenia medzi kupujúcim a predávajúcim medzi nezávislými partnermi. Základom je existencia trhu viacerých kupujúcich a predávajúcich. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 118)

Podľa Mareka (2009, s. 548) trhovú hodnotu medzinárodné organizácie považujú za hlavnú cieľovú hodnotu pre oceňovateľa. Za trhovú hodnotu považujú odhad ceny, ktorú by bolo možné dosiahnuť na trhu k nejakému dátumu medzi predávajúcim a kupujúcim, ktorí sú informovaní, nejednajú pod nátlakom a racionálne.

TEGoVA (The European Group of Valuers of Fixed Assets) spracoval definíciu trhovej hodnoty v znení:

*„Trhová cena predstavuje cenu, za ktorú by mohol byť podiel na majetku predaný rozumným spôsobom, a to na základe zmluvy k dňu ocenenia, za predpokladu ochotného predávajúceho, rozumným obdobím, v ktorom prebiehalo jednanie o predaji a pri vzatí do úvahy druh majetku a podmienok trhu, hodnota sa nemení behom tohto obdobia, majetok bude voľne vystavený na trhu a bude mu učená rozumná publicita, nebude braný ohľad na dodatočnú ponuku zo strany zvláštneho kupujúceho.“* (Kislingerová, 2001, s. 16)

Trhová hodnota by mala odpovedať na otázku, koľko je ochotný zaplatiť bežný, resp. priemerný záujemca na trhu. (Mařík, 2011, s. 22)

### 1.2.2 Subjektívna (investičná) hodnota

Pri určovaní subjektívnej hodnoty podniku sú dôležité predovšetkým individuálne názory účastníkov transakcie, ktorí posudzujú svoj subjektívny úžitok zo zmeny.

Oceňovanie na základe investičnej hodnoty vychádza zo zásady budúcich peňažných tokov, ktoré sú odhadované na základe predstáv manažérov alebo investora, prípadne sú upravené proti týmto predstavám smerom nadol. Diskontná miera budúcich výnosov vychádza zo subjektívneho hľadiska investora, pre ktorého sa oceňovanie vykonáva. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119)



Podľa Maříka (2011, s. 23) je „*investičná hodnota hodnotou majetku pre konkrétneho investora pre stanovenie investičného cieľa. Investičná hodnota aktíva môže byť vyššia alebo nižšia než trhovú hodnotu tohto aktíva*“. Subjektívna hodnota býva ovplyvňovaná individuálnym názorom a postojom k riziku a plánom, ktorý má konkrétny investor. Je využívaná v prípade, keď sa jedná o kúpu alebo predaj podniku a daný subjekt potrebuje zistiť, či je pre neho táto transakcia výhodná. Ďalším dôvodom použitia investičnej hodnoty je likvidácia alebo sanácia podniku, kedy vlastník zisťuje či bude pre neho výhodnejšia reštrukturalizácia.

Subjektívna hodnota si kladie otázku: **Akú má podnik hodnotu pre konkrétneho kupujúceho?**

### 1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odpovedá na otázku: **Akú hodnotu môžeme považovať za relatívne nespornú?**

Túto hodnotu môžeme definovať ako typizovanú a inými subjektmi preskúmateľnú. Ak chceme určiť objektivizovanú hodnotu podniku, musíme vychádzať zo stavu podniku v okamihu ocenenia. To znamená, že sa započítavajú iba realizované investície alebo výnosy, ktoré budú realizované s vysokou pravdepodobnosťou.

Budeme sa o ňu snažiť hlavne tam, kde je v popredí, záujem o preukázateľnosť a súčasný stav majetku podniku:

- pri poskytovaní úverov,
- pri zisťovaní súčasnej reálnej bonity podniku. (Vochozka, Mulač, 2012, s. 119)

Podľa odborníkov neexistuje objektívna hodnota, ale zhodli sa na existencii objektivizovanej hodnoty, pri výpočte ktorej majú byť dodržané určité zásady:

- **udržanie substancie** – z podniku má byť vybrané len toľko peňažných prostriedkov aby nebola ohrozená majetková podstata,
- **voľný zisk** – zase môže byť vybraná len časť zisku, ktorá neohrozí substanciu,
- **nepotrebný majetok** – výnosové ocenenie sa týka len potrebnej časti majetku, zatiaľ čo nepotrebný majetok je oceňovaný samostatne,
- **možnosť zmien** – do objektivizovanej hodnoty by mali byť započítané iba investície rozostavané alebo, o ktorých je už rozhodnuté, čo je niekedy náročné určiť,

- **metóda** – jasnosť a jednoznačnosť metódy je dôležitá, aby výsledky ďalšieho oceňovateľa boli totožné,
- **management** – v rámci objektivizovanej hodnoty je predpoklad, že súčasný management v podniku pretrvá,
- **zdanenie** – odporúča sa zohľadniť aj dane na úrovni vlastníka. (Mařík, 2003, s. 22)

Individuálne očakávanie	Subjektívne ocenenie (Investičná hodnota)
Všeobecné očakávanie	
Objektivizovaná hodnota	

Obr. 1 Vzťah objektivizovanej hodnoty a subjektívneho ocenenia (Vochozka, 2012)

#### 1.2.4 Kolínska škola

Podľa kolínskej školy nemá zmysel modifikovať ocenenie v závislosti na jednotlivých podnetoch, ale všeobecne na funkciách ocenenia. Kolínska škola rozoznáva niekoľko funkcií podľa poradia dôležitosti, a to:

- funkcia poradenská,
- funkcia rozhodcovská,
- funkcia argumentačná,
- funkcia komunikačná,
- funkcia daňová.

**Poradenská funkcia** informuje o minimálnej a maximálnej cene, ide teda o hraničné hodnoty kupujúceho a predávajúceho, ktoré sú individuálne (subjektívne). Táto funkcia je považovaná za najdôležitejšiu.

**Rozhodcovská funkcia** – vystupuje tu nezávislý oceňovateľ, ktorý odhaduje hraničné hodnoty účastníkov a hľadá spravodlivú (výslednú) hodnotu. Táto rozhodcovská hodnota je pre rôzne strany odlišná a je využívaná pri transformácii podnikov alebo pri predaji podniku. Objektivizovaná hodnota je hodnota nezávislá na konkrétnom kupujúcom či predávajúcom, zatiaľ čo rozhodcovská hodnota je viazaná na konkrétnych účastníkov, nie je odhadom nejakej všeobecnej ceny.

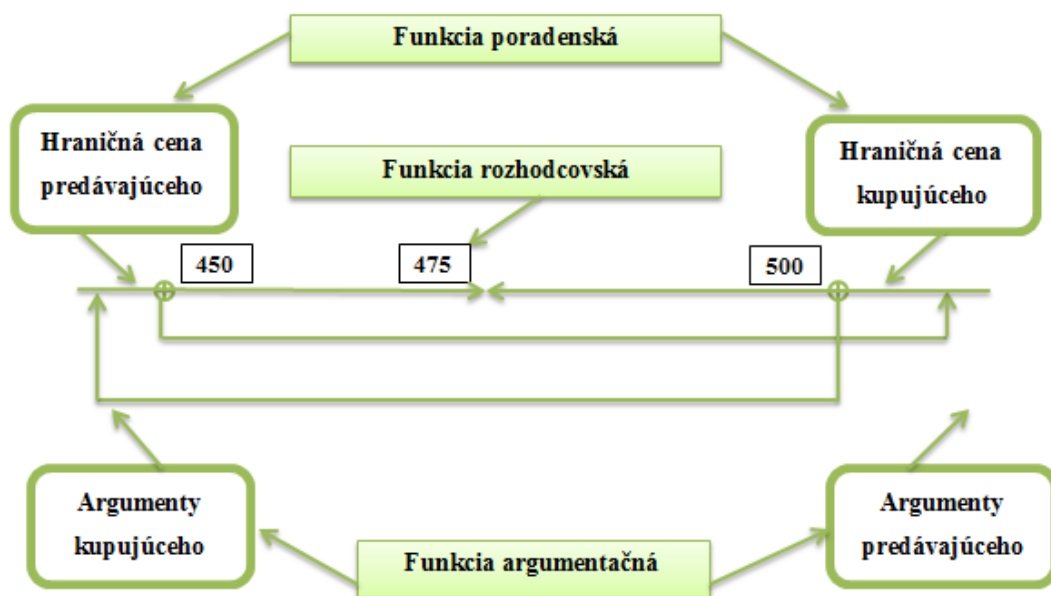
**Argumentačná funkcia** – oceňovateľ hľadá argumenty, ktoré majú zlepšiť pozíciu jednej zo strán.

**Komunikačná funkcia** poskytuje informácie ku komunikácii s verejnosťou ako sú napríklad banky a investori.

**Daňová funkcia** poskytuje informácie pre daňové účely. (Mařík, 2003, s. 24).

Kolínska škola je využívaná predovšetkým tam, kde je nutné vyvážiť záujmy zúčastnených strán, napríklad predaj podniku. (Pavelková, 2010)

Na obrázku sú zobrazené hlavné funkcie, a to poradenská, rozhodcovská a argumentačná.



Obr. 2 Hlavné funkcie oceňovania podľa Kolínskej školy (Mařík, 2011, s. 31)

## 2 FAKTOR ČASU A RIZIKA, DISKONTNÁ MIERA

Pri finančnom riadení a oceňovaní je potrebné brať do úvahy predovšetkým dva dôležité faktory, a to čas a riziko. Tieto faktory pomáhajú objasniť ocenenie aktív, vplyv času a neistoty. Oba tieto faktory sa do oceňovania premietajú prostredníctvom diskontnej miery.

### 2.1 Faktor času

Mařík (2003, s. 34) vo svojej publikácii uvádza, „*hodnotu aktíva vymedzujeme ako súčasnú hodnotu budúcich čistých príjmov, ktoré budú z tohto aktíva plynúť držiteľovi aktíva*“.

Okrem výšky budúcich príjmov podniku alebo majetku je dôležité vedieť, v ktorom okamihu ich držiteľ získa, vtedy hovoríme o časovej hodnote peňazí. Pri zisťovaní hodnoty aktíva alebo podniku je dôležité všetky budúce príjmy prepočítať k dátumu ocenenia. Nie je možné ich priamo spočítať, pretože príjem získaný v minulosti má inú hodnotu ako príjem získaný neskôr, spočítavame až súčasné hodnoty budúcich príjmov. Peňažné čiastky sa prepočítavajú k určitému časovému okamihu a majú podobu jednotlivkej čiastky, anuity alebo perpetuity.

Dluhošová (2008, s. 28) vo svojej publikácii uvádza základné operácie, pri ktorých sa používa časová hodnota peňazí:

- úročenie,
- odúčročenie – diskontovanie
- stanovenie súčasnej hodnoty finančných tokov.

### 2.2 Faktor rizika

Z pohľadu rizika je dôležité vedieť s akou pravdepodobnosťou výsledná hodnota nastane.

Podľa Maříka (2003, s. 35) je riziko nejednoznačnosť budúceho vývoja výnosov, je tým väčšie čím viac sa môže skutočný výsledok líšiť od očakávaného.

Riziko členíme na:

- prevádzkové a finančné – toto bude užitočné tam, kde sa bude zostavovať riziková prírážka v rámci diskontnej miery podľa jednotlivých rizík
- systematické a nesystematické – má význam v prípade trhového oceňovania

Pavelková a Knápková (2012, s. 16) vo svojej knihe uvádzajú, že riziko je chápané nebezpečenstvo, že dosiahnuté výsledky sa budú odlišovať od výsledkov očakávaných.

### 2.2.1 Obchodné riziko

Obchodné riziko je dané premenlivosťou výnosov, čo spôsobuje premenlivosť predaja alebo výška fixných prevádzkových nákladov.

- **Predajné riziko**, ktoré označuje premenlivosť predaja, vyplýva z možnosti, že očakávaný zisk nebude dosiahnutý, a to pôsobením trhu. Meria sa pomocou variability čistých tržieb, ktorá je závislá na variabilite dopytu v jednotlivých segmentoch, na diverzifikácii podnikových aktivít a na intenzite konkurencie.
- **Prevádzkové riziko**, ktoré označuje výšku fixných prevádzkových nákladov je ovplyvnené podielom fixných prevádzkových nákladov na celkových prevádzkových nákladoch. Vyšší podiel fixných aktív nesie vyšší podiel fixných nákladov, a tento sa nachádza napríklad vo výrobných podnikoch, kde sa pracuje na drahých výrobných strojoch a technológiách. Prevádzkové riziko je tiež označované ako prevádzková páka. (Mařík, 2003, s. 34, Pavelková, 2010)

### 2.2.2 Finančné riziko

Finančné riziko je závislé na veľkosti fixných finančných nákladoch. Tieto náklady sú tvorené napríklad nákladovými úrokmi alebo inými platbami za používanie kapitálu (leasingové splátky, dividendy a iné).

Finančné riziko je možné merať dvoma spôsobmi:

- Prostredníctvom stupňa finančnej páky

Stupeň finančnej páky = % zmena VH z bežnej činnosti / % zmena prevádzkového VH

- Prostredníctvom rôznych ukazovateľov, ktoré zachytávajú výšku zadĺženia a likvidity – malý, ale dokonca aj záporný pracovný kapitál môže indikovať zvýšenie finančného rizika. (Mařík, 2003, s. 36)

### 2.2.3 Riziko systematické a nesystematické

**Systematické** riziko je tiež označované ako **trhové**. Medzi faktory, ktoré ho ovplyvňujú patrí vývoj hrubého domáceho produktu, trhovej úrokovej miery, cenovej hladiny. Výnosnosť týchto vplyvov sa pohybuje rovnakým smerom. Systematické riziko je spojené s fun-

govaním podniku v určitom vonkajšom ekonomickom prostredí a je možná jeho eliminácia zo strany podniku. Podnik musí pružne reagovať aby ustál stále meniace sa podmienky. (Mařík, 2003, s. 37, Kislíngerová, 2001, s. 105)

Riziko **nesystematické**, označované tiež **špecifické** alebo **jedinečné**, je vyvolané príčinami špecifickými pre konkrétny podnik – chyby vedenia, uplatňovanie nových poznatkov a iné. Môže byť potláčané vytváraním portfólia. (Mařík, 2003, s. 37)

Podľa Dluhošovej (2008, s. 107) trhové riziko vyplýva z celkového vývoja ekonomiky a jedinečné riziko je ovplyvňované činnosťou a hospodárením jednotlivých objektov.

### 2.3 Diskontná miera

Diskontná miera je označovaná ako nástroj, ktorý do hodnoty podniku premieta faktor času a rizika. Diskontná miera je miera výnosnosti používaná pre prepočet peňažnej čiastky na súčasnú hodnotu, ale aj miera výnosnosti očakávaná investorom. (Mařík, 2004, s. 39)

Damodaran (2012) vo svojej publikácii uvádza, že ocenenie začíname so základným názorom, že diskontná sadzba použitá na cash flow by mala odrážať jej rizikovosť. S vyšším rizikom peňažných tokov by mala byť vyššia aj diskontná sadzba.

#### 2.3.1 Diskontná miera a riziko

Investovanie do kúpy podniku je skoro vždy zaťažené rizikom, vyrovnať sa s ním je možné dvoma spôsobmi:

- pracovať s rizikovou prirážkou  $k$  „bezrizikovej úrokovej miere“,
- použiť istotný ekvivalent výnosov. (Mařík, 2004, s. 41)

**Bezriziková úroková miera** je často používaný, základný parameter niekoľkých modelov a postupov, ktoré sa používajú v oceňovaní podniku. Odborníci majú zhodný názor na použitie výnosnosti štátnych obligácií, pričom konkrétne postupy pre určenie bezrizikovej miery je niekoľko. (Plánička, 2011, s. 54)

#### 2.3.2 Diskontná miera a účel ocenenia

Voľba metódy pre kalkuláciu diskontnej miery by nemala byť ponechaná len na oceňovateľovi, ale mala by závisieť na kategórii hodnoty a na type potenciálneho investora.

##### ❖ kategória hodnoty

Rozlišujeme pre aké ocenenie je diskontná miera kalkulovaná:

- pre trhovú hodnotu je potrebné kalkuláciu opierať o trhovú dáta
- pri investičnej hodnote sa vychádza z konkrétnej situácie investora a individuálnych možností
- pre objektivizované ocenenie je potrebné mať taký odhad diskontnej miery, ktorý bude čo najviac podložený bežne dostupnými dátami.

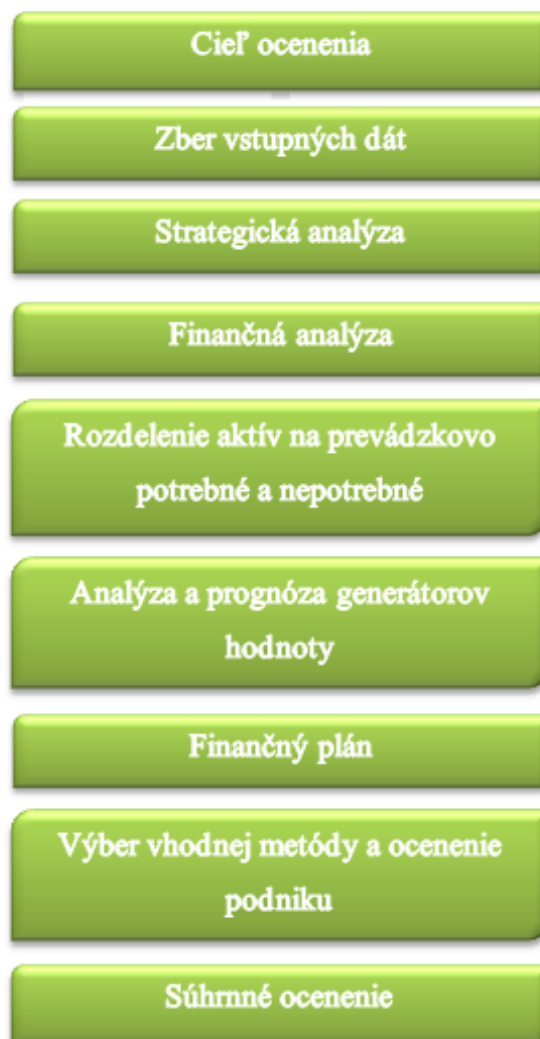
❖ **typ investora**

*Verejná spoločnosť* – jej akcie sú obchodované na kapitálovom trhu a investori sú akcionári, ktorí môžu tvoriť portfólio cenných papierov. Počíta sa iba so systematickým rizikom.

*Súkromná spoločnosť* – neobchoduje na kapitálovom trhu a investori nemajú možnosť znížiť svoje riziko diverzifikáciou podielov. Počíta sa aj so systematickým aj špecifickým rizikom. (Mařík, 2004, s. 42)

### 3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU

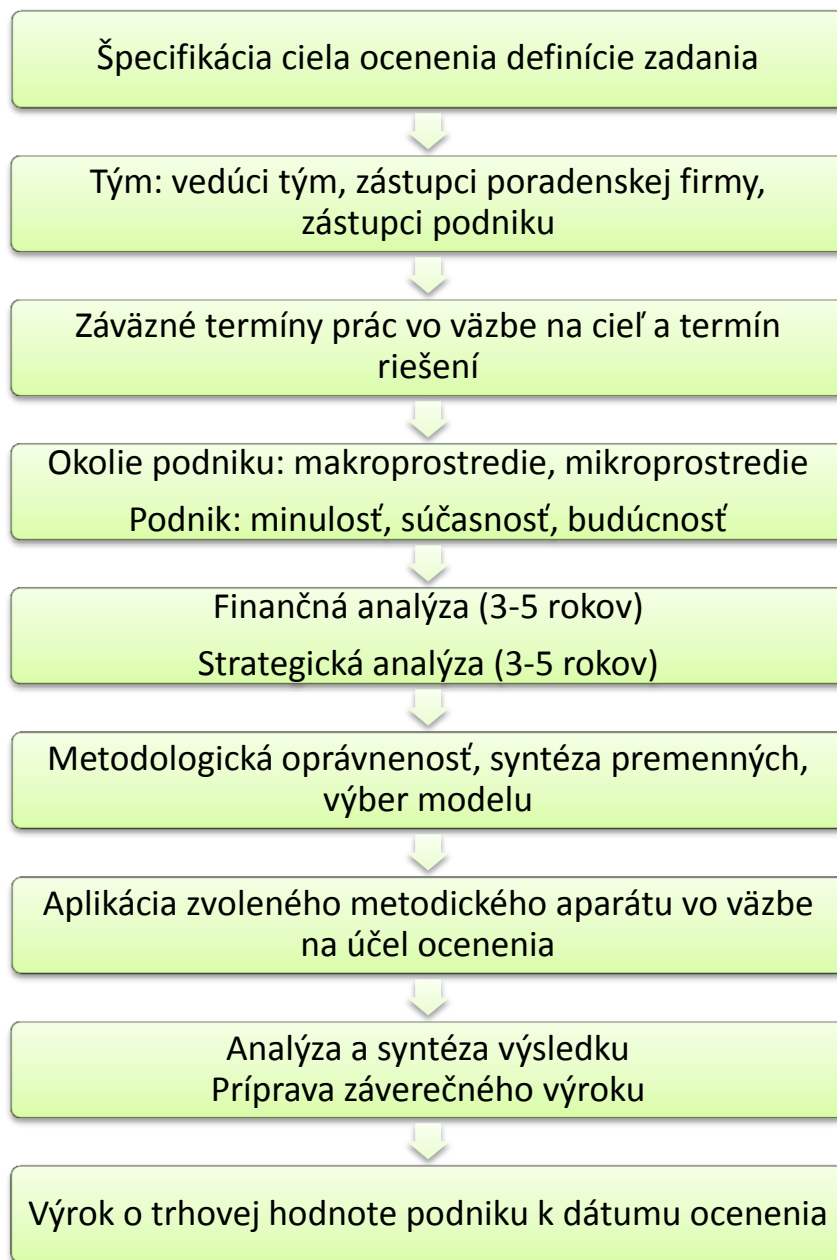
Postup pri oceňovaní sa líši podľa konkrétnych podmienok. Pri oceňovaní sa berie do úvahy podnet k oceneniu, zvolená metóda, dostupné dáta a množstvo iných podmienok. Neexistuje jediný správny oceňovací model, ale aj napriek tomu existujú určité doporučené postupy. Vo všeobecnosti však môže postup vyzerat' tak, ako uvádza obrázok č. 3 podľa Maříka.



*Obr. 3 Postup pri oceňovaní podniku podľa Maříka (Vlastné spracovanie)*

Iný postup volí Kislingerová (2001, s. 26), ktorá pred samotným zberom vstupných dát radí ešte definovanie zadania, tímu a plánu práce. Grafické znázornenie tohto postupu je uvedené nižšie na obrázku číslo 4.





Obr. 4 Postu pri oceňovaní podniku (Kislingerová, 2001, s. 26)

### 3.1 Zber vstupných dát

Dáta, ktoré sú potrebné získať k oceneniu podniku sú dôležitým bodom a je možné rozdeliť do niekoľkých skupín tak, ako to uvádza vo svojej publikácii Mařík (2003, s., 46).

**Základné údaje o podniku:** identifikácia podniku, názov, právna forma, predmet podnikania, rozdelenie majetkových podielov, história podniku, základná riadiaca štruktúra.

**Ekonomické dáta:** účtovné výkazy, výročné správy, správy audítora, podnikové plány.

**Relevantný trh:** vymedzenie trhu, veľkosť a vývoj trhu, na ktorom sa podnik pohybuje, segmentácia trhu, faktory atraktivity a vývoja trhu.

**Konkurenčná štruktúra relevantného trhu:** hlavní konkurenti a údaje o nich, možné substitúty, bariéry vstupu do odvetvia, pomer síl oceňovaného podniku k dodávateľom a odberateľom.

**Odbyt a marketing:** štruktúra výrobkov, odberateľov a územná štruktúra, hlavné produkty a ich porovnanie s konkurenciou, ceny, cenová politika a porovnanie cien s konkurenciou, odbytové cesty, reklama, výskum a vývoj.

**Výroba a dodávatelia:** kvalita, certifikáty, technológie, charakter výroby, kapacity, investície, modernizácia, štruktúra dodávateľov, logistika, štruktúra zásob.

**Pracovníci:** štruktúra pracovníkov, nároky na kvalifikáciu, situácia na trhu práce, fakturácia, produktivita práce a porovnanie s konkurenciou, personálne náklady, atmosféra na pracovisku.

Kislingerová (2001, s. 335) medzi podklady pre ocenenie pridáva ešte údaje o ochrane životného prostredia, poistenie, pracovnoprávne vzťahy, právne aspekty a iné.

### 3.2 Strategická analýza

Analýza je základom vedeckej metódy, postupuje od celku k jednotlivým zložkám, z ktorých sa skladá. Strategická analýza sa skladá z analytických techník využívaných pre určenie vzťahov medzi podnikom a jeho okolím. Zahŕňa makrookolie, odvetvie, analýzu konkurencie a zdroje podniku. (Sedláčková, 2006, s. 8)

Strategická analýza je považovaná za kľúčovú fázu oceňovania. Hlavnou funkciou strategickú analýzy pri oceňovaní je určiť, aký je výnosový potenciál podniku, ktorý je závislý na vonkajšom a vnútornom potenciáli. (Mařík, 2011, s. 56)

Je dôležité aby mala strategická analýza konkrétne výsledky, pretože je dôležitým predpokladom vierohodnosti výsledného ocenenia. K týmto výsledkom je možné priradiť odpovede na nižšie uvedené otázky:

1. Aké sú perspektívy podniku z dlhodobého hľadiska?
  - a. Zdravý podnik, kde je na mieste predpokladať going concern.
  - b. Slabý podnik, ktorý môže prežiť, ale riziká sú značné.
  - c. Chorý podnik, ktorého riziká sú veľmi vysoké a životnosť bude obmedzená.

- d. Akútne ohrozený podnik, ktorý bude asi najvhodnejšie oceniť likvidačnou hodnotou.
2. Aký vývoj trhu, konkurencie a predovšetkým vývoj podnikových tržieb je možné v súvislosti s odpoveďou na prvú otázku očakávať?
3. Aké riziká sú s podnikom spojené?



Obr. 5 Potenciál vývoja podniku podľa Maříka (Vlastné spracovanie)

### 3.2.1 Relevantný trh a jeho prognóza

Základným krokom strategickej analýzy je voľba relevantného trhu. Musí umožniť získať základné dáta o tomto trhu a posúdiť jeho atraktivitu. Ak sa podnik oceňuje trhovou hodnotou, je potrebné vymedziť voči akému trhu sa budú úvahy orientovať, je teda nutné definovať relevantný trh tohto aktíva. (Krabec, 2009, s. 104)

Voľba relevantného trhu musí umožniť:

- získať **základné dáta** o trhu (odhad veľkosti, vývoj trhu v čase, segmentácia trhu)
- **posúdiť atraktivitu** trhu (rast a veľkosť trhu, citlivosť na konjunktúru, priama konkurencia, štruktúra zákazníkov, priemerná rentabilita, bariéry vstupu)
- spracovať **prognózu ďalšieho vývoja** trhu (pôsobiaci faktory sú národohospodárske ako HDP, všeobecné a špecifické pre konkrétny produkt) (Mařík, 2003, s. 51)

### 3.2.2 Analýza konkurenčnej sily daného podniku

Časť strategickej analýzy, ktorej cieľom je odhadnúť vývoj trhových podielov oceňovanej firmy do budúcnosti, sa nazýva analýza konkurenčnej sily. Nadväzuje na predchádzajúcu analýzu, ktorá sa venovala veľkosti a kvalite trhu. Analýzu tvoria nasledujúce kroky:

- Stanovenie doterajších trhových podielov – na peňažnej úrovni aj fyzických jednotiek alebo použitým odhadov, ktoré vychádzajú zo znalosti produkcie konkurencie.

- Identifikácia konkurencie – zhromažďujú sa údaje, ktoré majú význam pre hodnotenie konkurenčnej sily. Určia sa alebo odhadnú tržobné podiely konkurentov.
- Analýza vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily podniku má za úlohu posúdiť do akej miery je podnik schopný využiť šancu plynúcu z rozvoja trhu, do akej miery je schopný čeliť konkurencii a hrozbám.
- Prognóza tržobných podielov a posúdenie perspektívy podniku je výsledkom predchádzajúcich analýz. (Mařík, 2003, s. 62)

### 3.2.3 Prognóza tržieb oceňovaného podniku

Prognóza tržieb by mala byť vyvedená z výsledkov predchádzajúcich analýz a výsledkov analýzy časových rad tržieb. (Mařík, 2003, s. 79)

Kramná (2011, s. 28) vo svojej publikácii uvádza, že pri stanovení prognózy tržieb je potrebné určiť jednotlivé zložky disponibilného peňažného príjmu, vytvoriť prehľad histórie výkonov spoločnosti, určiť prognostické predpoklady pre všetky prvky disponibilného peňažného príjmu, vypočítať a zhodnotiť prognózy disponibilného peňažného príjmu.

## 3.3 Finančná analýza

Neoddeliteľnou súčasťou pri oceňovaní podniku je finančná analýza. Úlohou finančnej analýzy je poskytnúť informácie o finančnom zdraví podniku, o tom, v akom stave sa podnik nachádza, čo je možné očakávať do budúcnosti. Finančná situácia podniku sa v prípade oceňovania stáva východiskom pre posúdenie súčasnej situácie podniku, ale predovšetkým pre posúdenie prípadných rizík, ktoré plynú z fungovania podniku. (Kislingerová, 2001, s. 39)

Finančná analýza je podľa Knápkovej a Pavelkovej (2008, s. 64) zdrojom informácií pre manažérov podniku, ktorým slúži ako podklad pre ďalšie rozhodovanie, a taktiež pre investorov, partnerov, zamestnancov, štátne inštitúcie, verejnosť, maklérov a audítrov.

Valach (1999, s. 91) vo svojej publikácii považuje finančnú analýzu za oblasť, ktorá predstavuje dôležitú súčasť finančného riadenia podniku, pretože zaisťuje spätnú väzbu medzi predpokladaným efektom plynúcim z určitého rozhodnutia a skutočnosťou.

Finančná analýza by v rámci oceňovania podniku mala plniť dve základné funkcie, a to preveriť finančné zdravie podniku a vytvoriť základ pre finančný plán, z ktorého vychádza výnosová metóda oceňovania. Postup analýzy je možné zhrnúť do štyroch krokov:

- preverenie úplnosti a správnosti vstupných dát,
- zostavenie analýzy základných účtovných výkazov (súvaha, výkaz ziskov a strát a cash flow)
- vyhodnotenie pomerových ukazovateľov (čistý pracovný kapitál, likvidita, rentabilita, zadlženosť, aktivita) a
- spracovanie súhrnného hodnotenia finančného zdravia podniku, jeho možností a rizík. (Mařík, 2003, s. 82)

Finančná analýza zhodnocuje súčasné, ale predovšetkým minulé hospodárenie podniku. Jej cieľom je dospieť k odporúčaniam, ktoré sú nápomocné pri zlepšovaní hospodárenia podniku v budúcnosti. Zmyslom analýzy je teda vytvoriť predpoveď možností podniku. Pre rozvoj podniku je veľmi dôležité jeho pevné finančné zdravie, aby sa nedostal do finančnej tiesne. (Grünwald, 2007)

Podľa Valacha (1991, s. 91) umožňuje finančná analýza dospieť k určitým záverom o celkovom hospodárení a finančnej situácii podniku. Je základným podkladom pre finančný plán, ktorý je dôležitý pre potreby oceňovania. Nedostatkom účtovných informácií z hľadiska finančného riadenia a rozhodovania je však skutočnosť, že zobrazujú minulosť a neobsahujú výhľady do budúcnosti.

Dluhošová (2008, s. 68) vo svojej publikácii uvádza, že hlavnou úlohou finančnej analýzy je komplexné posúdenie úrovne finančnej situácie podniku, posúdenie vyhliadky do budúcnosti a príprava opatrenia k zlepšeniu economickej situácie. Do finančnej analýzy sa premieta objem a kvalita výroby, úroveň marketingu, úroveň obchodu, inovačná aktivita a iné.

### **3.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné**

Pri rozdeľovaní aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné sa vychádza z predpokladu, že podnik je zameraný na jednu základnú činnosť. Ak sa jedná o podnik s viacerými aktivitami, nemal by byť oceňovaný ako súhrn, ale každá jednotka zvlášť.

Aktíva, ktoré sú prevádzkovo nutné, respektíve potrebné, sú tie, ktoré podnik potrebuje pre svoje základné zamerania. Všetky ostatné sú označované ako prevádzkovo nenutné. Ak je to čo i len trochu možné, mali by byť aktíva u väčšiny metód oceňovania rozdelené. Súčasne by mali byť z výnosov a nákladov vyradené tie, ktoré súvisia s nepotrebnými aktívami. (Mařík, 2003, s. 103)

Prevádzkovo potrebné aktíva sú napríklad peňažné prostriedky, zásoby, pohľadávky a fixné aktíva, ktoré sú potrebné k hlavnej činnosti podniku. Prevádzkovo nepotrebné sú tie, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou, nepotrebné a nadbytočné zásoby, investície do dcérskych spoločností, nevyužitú pozemky, nevyplácané dividendy a iné. (Knápková a Pavelková, 2012, s. 60)

Dôvody pre rozčlenenie:

- časť majetku nemusí byť vôbec využívaná a neplynú z neho príjmy
- vyčlenené by mali byť aktíva nesúvisiace s činnosťou podniku
- k oceňovaniu oboch skupín aktív sa používajú rôzne metódy. (Mařík, 2003, s. 103)

### 3.5 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Mařík (2003, s. 109) vo svojej publikácii uvádza, že „*generátormi hodnoty sa rozumie niekoľko základných podnikovo-hospodárskych veličín, ktoré určujú hodnotu podniku*“. Najčastejšie sa vyvodzujú v súvislosti s metódou diskontovaných peňažných tokov. K najčastejším generátorom hodnoty je možné priradiť:

- tržby a ich rast,
- marža prevádzkového zisku,
- investície do pracovného kapitálu,
- investície do dlhodobého prevádzkovo nutného majetku,
- diskontná miera,
- spôsob financovania

Jednou z kľúčových častí oceňovacieho procesu je analýza a predikcia generátorov hodnoty. Generátory hodnoty sú vyjadrované pomocou pomerových ukazovateľov, ktoré sa používajú vo finančnej analýze. Je tu však rozdiel v tom, že hodnoty položiek v týchto ukazovateľoch sú upravené, do generátorov hodnoty vstupujú majetkové a výsledkové položky pochádzajúce z hlavnej činnosti podniku upravené o jednorazové a mimoriadne položky. (Marek, 2009, s. 531)

### 3.6 Zostavenie finančného plánu

Ako uvádza vo svojej publikácii Valach (2003, s. 243) plánovanie je rozhodovací proces, ktorý pozostáva z návrhu, hodnotenia a výberu cieľa a projektov k jeho dosiahnutiu. Na plánovanie je možné pozerať sa z dvoch pohľadov, a to z dlhodobého horizontu, ktorý sa

viac zameriava na vytýčenie cieľov a stratégie a z krátkodobého horizontu, kde sa ciele skôr prispôsobujú disponibilným prostriedkom.

Finančný plán je súčasťou podnikového plánu, ktorý ďalej zahŕňa plán odbytu, výroby, výskumu a vývoja, plán pracovných síl a investičný plán.

Zostavenie kompletného finančného plánu je jednou z podmienok ak sa oceňovateľ rozhodne oceniť podnik niektorou z výnosových metód. Hlavné výstupy finančného plánu tvorí:

- plánový výkaz ziskov a straty,
- plánová súvaha,
- plánový výkazu peňažných tokov (cash flow) (Mařík, 2003, s. 130)

Plánový výkaz ziskov a straty má za cieľ vyčíslieť plánované výnosy, náklady a dosiahnutý výsledok hospodárenia pred a po zdanení v jednotlivých rokoch.

Plánová súvaha predstavuje vývoj majetku a zdrojov financovania a plánované peňažné toky zobrazujú na jednej strane príjmy zvyšujúce peňažné fondy podniku a na strane druhej výdaje, ktoré fondy znižujú. (Fotr, 2012, s. 183)

Finančný plán sa zostavuje väčšinou na obdobie 5 rokov a nadväzuje na generátory hodnoty, je tvorený aj plánom predaja, produkcie, plánom kapacít a prevádzkového výsledku hospodárenia. (Mařík, 2003, s. 130)

Medzi zásady finančného plánovania patrí systematickosť, úplnosť, pružnosť, prehľadnosť, periodicita a kľzavosť. (Marek, 2009, s. 501)

## 4 VYBRANÉ METÓDY OCEŇOVANIA

Z teoretického aj praktického pohľadu existuje celá rada metód stanovenia hodnoty podniku. To, či bude dosiahnutý cieľ oceňovania závisí na správnej voľbe metódy ocenenia. (Dluhošová, 2008, s. 147)

Mařík (2003, s. 28) vo svojej publikácii uvádza, že „*finančné ocenenie podniku si kladie za cieľ vyjadriť jeho hodnotu pomocou určitej peňažnej čiastky*“. Metódy oceňovania rozdeľuje nasledovne, ako je uvedené v tabuľke nižšie.

Tab. 1 Základné metódy pre oceňovanie podniku (Mařík, 2003, s. 29)

1. Ocenenie na základe analýzy výnosov (výnosové metódy)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Metóda diskontovaných peňažných tokov (DFC)</li> <li>- Metóda kapitalizovaných čistých výnosov</li> <li>- Kombinované (korigované) výnosové metódy</li> <li>- Metóda ekonomickej pridanej hodnoty</li> </ul>
2. Ocenenie na základe analýzy trhu (trhové metódy)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ocenenie na základe trhovej kapitalizácie</li> <li>- Ocenenie na základe porovnateľných podnikov</li> <li>- Ocenenie na základe porovnateľných transakcií</li> <li>- Ocenenie na základe údajov o podnikoch uvádzaných na burze</li> </ul>
3. Ocenenie na základe analýzy majetku (majetkové ocenenie)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien</li> <li>- Likvidačná hodnota</li> <li>- Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien</li> <li>- Substančná hodnota na princípe úspory nákladov</li> </ul>

Jednotlivé prístupy k oceňovaniu prinášajú odlišné náhľady na hodnotu podniku, preto sa odlišujú v spôsobe stanovenia hodnoty. Rôznorodosť metód je spôsobená rozdielnosťou jednotlivých prípadov ocenenia a územnými odlišnosťami. (Vochodzka, 2012, s. 123)

Jedným zo základných predpokladov správneho ocenenia je uvedomiť si účel, pre ktorý je podnik oceňovaný. Ďalším dôležitým predpokladom sú informácie, s ktorými oceňovateľ



pracuje, či dokáže tieto informácie správne analyzovať a spracovať aby sa čo najviac priblížil skutočnej hodnote podniku. (Kislingerová, 2001, s. 22)

Dluhošová (2010, s. 173) vo svojej publikácii uvádza rozdelenie oceňovacích metód podľa konceptu ocenenia na výnosové, majetkové, kombinované a komparatívne. Ďalšie rozdelenie za rizika na aktívne a pasívne

#### 4.1 Metódy ocenenia na základe analýzy výnosov

„Pri tejto skupine metód sa vychádza z predpokladu, že hodnota statku je určená očakávaným úžitkom pre jeho držiteľa“. V prípade podnikov sú týmto úžitkom očakávané výnosy (zisk, dividendy, finančné toky). Pri použití týchto metód je dôležité stanoviť náklady na kapitál a časový horizont. (Dluhošová, 2008, 148)

Hodnota podniku na základe výnosových metód je daná odhadom budúcich peňažných tokov, ktoré daný podnik produkuje. Tieto peňažné toky je potrebné diskontovať na ich súčasnú hodnotu. (Copeland, 2000, s. 56)

Ako je možné vidieť v tabuľke 1, existujú tieto základné výnosové metódy:

- metóda diskontovaného peňažného toku,
- metóda kapitalizovaných čistých výnosov,
- metóda ekonomickej pridanej hodnoty,
- metódy kombinované (korigované), ktoré kombinujú výnosové ocenenie s ocenením majetkovým. (Mařík, 2003, s. 143)

Ako ďalej Mařík uvádza vo svojej publikácii výnosy môžu byť modifikované. Medzi všeobecné kritériá pre konkrétnu modifikáciu patrí:

1. **Kategória hľadania hodnoty** – pri hľadaní trhovej hodnoty zisťujeme aké výnosy očakáva trh, pri investičnom oceňovaní zisťujeme aké výnosy očakáva konkrétny subjekt a pri objektivizovanom ocenení sa jedná o výnosy, ktoré sú nesporné.
2. **Spôsob kalkulácie cien** – v praxi prevláda u metódy kapitalizovaných ziskov použitie stálych cien (k dátumu ocenenia) a v prípade metód DCF a EVA sú odporúčané bežné ceny (zahŕňajú infláciu)
3. **Spôsob kalkulácie daní** – buď sa s daňami nekalkuluje, kalkuluje sa na úrovni príjmov spoločnosti alebo sa kalkuluje s daňami na úrovni príjmov spoločnosti a aj s daňami, ktoré platí subjekt.

#### 4.1.1 Metóda diskontovaného Cash Flow

Ide o metódu kedy sa súčasná hodnota rovná budúcim peňažným tokom diskontovaných alternatívnych nákladov. Je potrebné definovať, čo sa skrýva pod pojmom peňažný tok, odhadnúť výšku tokov v budúcnosti a stanoviť diskontnú sadzbu.

Metóda DCF je založená na nasledujúcich predpokladoch:

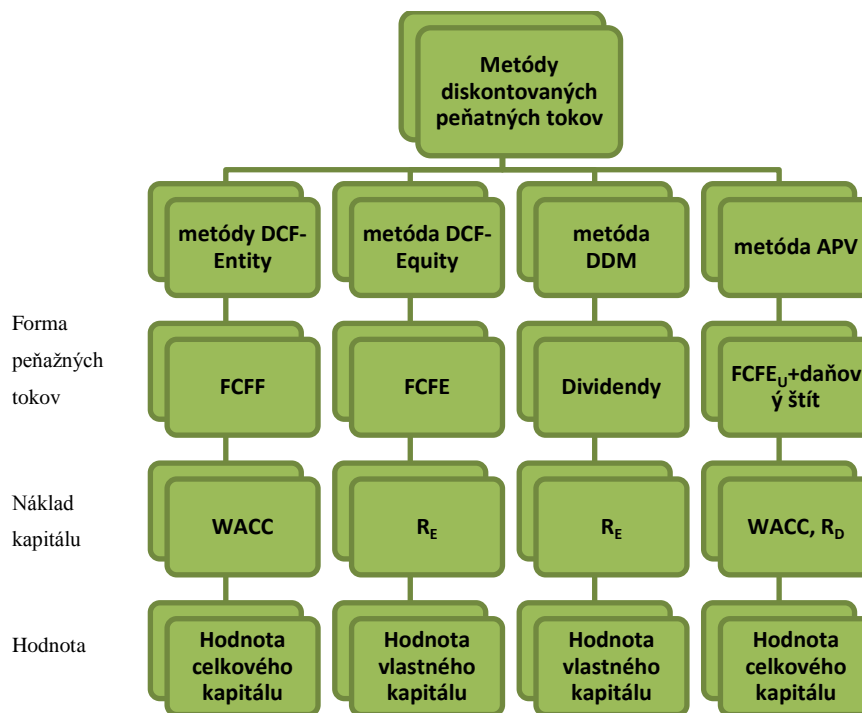
- kapitálové trhy sú efektívne,
- kapitálová štruktúra je tvorená iba vlastným imaním a dlhmi,
- existuje iba daň z príjmu,
- podnik, z pohľadu going concern princípu, musí trvale investovať do výšky odpisov. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Podľa Maříka (2003, s. 144) je metóda diskontovaného čistého cash flow základnou metódou oceňovania podniku. „*Peňažné toky sú reálnym príjmom, a teda reálnym vyjadrením úžitku z držaného statku.*“ Mařík rozlišuje tri základné techniky pre výpočet výnosovej hodnoty, a to:

- **metóda „entity“** (označuje podnik ako celok) – základom je výpočet peňažných tokov pre vlastníkov aj veriteľov, ich diskontovaním sa získa hodnota podniku ako celku (hodnota brutto) a od nich sa odpočíta hodnota cudzieho kapitálu ku dňu oceňovania, čím sa získa hodnota vlastného kapitálu (hodnota netto)
- **metóda „equity“** (označuje vlastný kapitál) – základom sú peňažné toky pre vlastníkov podniku, ktoré je potrebné diskontovať a získa sa hodnota vlastného kapitálu (hodnota netto)
- **metóda APV**

Dluhošová (2008, s. 149) uvádza ešte jednu metódu a to metódu DDM – dividendový diskontný model, ktorá sa používa v ekonomikách s vyspelým kapitálovým trhom. Ide v podstate o modifikovaný model DCF, kde sa namiesto FCF používa dividenda.

Na obrázku nižšie sú zobrazené charakteristiky jednotlivých modelov DCF podľa Dluhošovej.



Obr. 6 Varianty stanovenia hodnoty metódami DCF

(Dluhošová, 2008, s. 149)

**Diskontná miera pre metódu DCF**

Úlohou diskontnej miery je prevedenie budúcich príjmov z investície na súčasnú hodnotu a zohľadnenie rizika. Stanovenie diskontnej miery závisí na zvolenej variante DCF. V prípade, ak je použitá metóda DCF entity a EVA, diskontná miera sa stanovuje na úrovni priemerných vážených nákladov kapitálu (WACC). Ak je použitá metóda DCF equity, úroková miera je daná odhadom nákladov na vlastný kapitál pri konkrétnej úrovni zadĺženia podľa modelu CAPM alebo stavebnicového modelu.

Vzorec pre výpočet WACC:

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

- kde:  $n_{CK}$  = náklady na cudzí kapitál
- $d$  = sadzba dane z príjmu
- $CK$  = tržová hodnota úročeného cudzieho kapitálu
- $n_{VK(Z)}$  = očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu

VK = trhov hodnota vlastného kapitálu

K = trhov hodnota celkového investovaného kapitálu

Cudzí kapitál zahrna bankove uvery, leasing, obligácie, ale nezahrnj sa sem neuroen pasíva ako napríklad záväzky voči dodávateľom. (Maik, 2003, s. 172)

#### 4.1.1.1 Metóda DCF-Entity

Tto metóda je spolu s metódou DCF Equity v praxi pouivan najčastejšie. Východiskom metódy DCF je von cash flow, v tomto pripade konkrétne peňažné prostriedky, ktoré sú k dispozícii vlastníkom a veriteľom. (Maik, 2003, s. 145)

Nasledujúca tabuľka ukazuje výpočet voľného peanho toku (FCFF), ktorý uvádza vo svojej publikácii Maik a jeho základom je korigovan výsledok hospodárenia.

Tab. 2 Výpočet voľného peanho toku (Maik, 2003, s. 150)

1.	+ Korigovan prevdzkov výsledok hospodárenia pred zdanením (KPVD)
2.	- Upraven daň z prjmov (= KPVD x daov sadzba)
3.	= Korigovan prevdzkov výsledok hospodárenia po zdanení (KPV)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatné náklady zapoitan v prevádzkovom VH, ktoré nie sú výdajmi
6.	= Predben pean tok z prevádzky
7.	- Investície do upraveného pracovného kapitálu
8.	- Investície do zaobstarania dlhodobého majetku
9.	= <b>Von pean tok (FCF)</b>

Medzi základné metódy DCF-Entity patří:

#### ➤ Metóda stabilného rastu

Tto metóda je vyuivan v spoločnostiach, u ktorých je predpoklad stabilného tempa rastu. Vzorec pre výpočet je nasledujúci:

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t} \quad (2)$$

kde:  $FCF_t$  - voľné cash flow v roku  $t$ ,  
 $i_k$  - kalkulovaná úroková miera, resp. diskontovaná miera,  
 $n$  - počet rokov predpokladanej existencie.

➤ Dvojfázový výpočet

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (3)$$

kde:  $T$  - dĺžka prvej fázy v rokoch,  
 $i_k$  - kalkulovaná úroková miera na úrovni WACC.

Táto metóda je rozdelená na dve fázy. Vo fáze prognózy je oceňovateľ schopný vypracovať prognózu voľného peňažného toku pre jednotlivé roky. Druhá fáza, tiež nazývaná pokračujúca hodnota, predstavuje obdobie od konca prvej fázy do nekonečna. Táto fáza tvorí vysoký podiel na celkovej hodnote podniku. Pokračujúcu hodnotu je možné vypočítať prostredníctvom Gordonovho alebo Parametrického vzorca.

Gordonov vzorec:

$$\text{Pokračujúca hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad (4)$$

kde:  $T$  - posledný rok prognózovaného obdobia,  
 $i_k$  - priemerné náklady kapitálu,  
 $g$  - predpokladané tempo rastu voľného peňažného toku, počas 2. fázy,  
 $FCF$  - voľný peňažný tok.

Podmienkou platnosti vzorca je, aby bolo  $i_k > g$  (Kramná, 2011, s. 41)

Parametrický vzorec:

$$\text{Pokračujúca hodnota v čase} = \frac{KPV_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (5)$$

kde:  $KPV_{T+1}$  - korigovaný prevádzkový VH po zdanení v prvom roku po uplynutí prognózy daní,

- g - predpokladané tempo rastu KPVH v priebehu druhej fázy,  
 r<sub>I</sub> - očakávaná rentabilita čistých investícií,  
 i<sub>k</sub> - kalkulovaná úroková miera. (Mařík, 2003, s. 168)

➤ **Trojfázový prepočet**

Táto metóda sa používa u podnikov, kde je účelné rozdeliť vývoj na tri fázy:

- fázu zrýchleného rastu – zostavujú sa kompletne finančné plány,
- fázu prechodu – FCF sa odhaduje pomocou ročného tempa rastu,
- fázu stability – počíta sa ako perpetuita. (Pavelková, Knápková, 2010)

$$H_b = \sum_{t=1}^{T1} FCF_t (1 + i_k)^{-t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} FCF_t (1 + i_k)^{-t} + FCF_{T2+1} (i_k (1 + i_k))^{-T2} \quad (4)$$

- kde: T1 - počet rokov rýchleho rastu,  
 T2 - súčet počtu rokov rýchleho a spomaľujúceho sa rastu.

Následne, po vykonaní jednotlivých výpočtov, pristúpime k stanoveniu výslednej hodnoty podniku. Celkovú hodnotu tvorí prevádzková hodnota podniku brutto, ako je vidno v tabuľke nižšie.

*Tab. 3 Výpočet výslednej hodnoty podniku metódou DCF entity podľa Maříka (Vlastné spracovanie)*

Hodnota brutto (prevádzková)
- Hodnota úročeného cudzieho kapitálu (ku dňu ocenenia)
= Hodnota vlastného kapitálu (prevádzková)
+ Hodnota aktív, ktoré nie sú prevádzkovo nutné (ku dňu ocenenia)
<b>= Výsledná hodnota vlastného kapitálu podniku</b>

#### 4.1.1.2 Metóda DCF-Equity

Metóda DCF-Equity oceňuje iba vlastný kapitál, voľné peňažné toky sa vzťahujú iba k vlastnému kapitálu a sú diskontované nákladom vlastného kapitálu. Schéma výpočtu podľa Maříka je uvedená nižšie v tabuľke.

Tab. 4 Výpočet FCFE (Mařík, 2003, s. 171)

1.	+ Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia po zdanení (ZP)
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatné náklady, ktoré nemajú v danom období charakter výdajov
4.	- Investície do upraveného pracovného kapitálu
5.	- Investície do zaobstarania dlhodobého majetku
6.	= <b>FCF na úrovni podnikateľskej jednotky</b>
7.	- Úroky z cudzieho kapitálu znížené o daňový štít (úrok x (1-daň))
8.	- Splátky úročeného cudzieho kapitálu
9.	+ Novoprijatý úročený cudzí kapitál
10.	= <b>FCFE</b>

Pre danú mieru zadĺženia sú stanovené náklady na vlastný kapitál, ktorými diskontujeme peňažné toky. Výsledkom je výnosová hodnota vlastného kapitálu. Pokračujúca hodnota je vyčíslená na základe večnej renty alebo na základe Gordonovho modelu:

$$H_n = \sum_{t=1}^T FCFE * (1 + i_k)^{-t} + \frac{FCFE_{T+1} * (1 + i_k)^{-T}}{i_k - g} \quad (5)$$

kde:  $i_k$  - kalkulovalná úroková miera na úrovni nákladov na vlastný kapitál  
 $g$  - predpokladané tempo rastu FCFE v druhej fáze horizontu budúcich rokov

#### 4.1.1.3 Metóda APV

„Model slúži k oceňovaniu celkového kapitálu. Finančné toky nezadĺženého podniku sú diskontované nákladmi celkového kapitálu nezadĺzenej firmy. Pripočítava sa súčasná hodnota daňového štítu. Tento vzťah vyjadruje nasledujúci vzorec (Dlhošová, 2008, s. 150):

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D} \quad (6)$$

Táto metóda je menej používaná v našej oblasti, ale aj v zahraničí. Delí výpočet na dva časti:

- najskôr sa zisťuje hodnota podniku ako celku, a to ako súčet hodnoty podniku s nulovým zadlžením a súčasnej hodnoty daňových úspor z úrokov
- následne sa odpočíta cudzí kapitál. (Mařík, 2003, s. 145)

Zmyslom metód výpočtu DCF je zistiť hodnotu vlastného kapitálu. Výsledky týchto metód by mali byť totožné, odlišný je spôsob, ako dospejeme k hodnote vlastného kapitálu. (Mařík, 2003, s. 21)

#### 4.1.2 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Táto metóda je založená na princípe súčasnej hodnoty budúcich ziskov, ktoré sú odhadované z historických dát. Údaje sú čerpané zo súvahy a výkazu ziskov a strát za obdobie 3-5 predchádzajúcich rokov. Kľúčovým údajom je zisk nazývaný tiež **trvale udržateľný zisk**.

Pri metóde kapitalizovaných čistých výnosov je postup nasledujúci:

1. Úprava minulých výsledkov hospodárenia o:
  - odpisy,
  - reálne opotrebenie,
  - mimoriadne výnosy a náklady prechodného charakteru
  - výnosy a náklady, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku,
  - priemerované nepravidelné výnosy,
  - skryté rezervy a
  - metodické zmeny. (Dluhošová, 2008, s. 151)
2. Plán budúcich výsledkov hospodárenia
  - zostavenie finančného plánu,
  - plánovanie odpisov,
  - plán potreby finančných zdrojov.
3. Určenie kalkulovanej úrokovej miery
  - základná úroková miera pri objektivizovanom ocenení – bezriziková úroková miera + riziková prirážka (obchodné riziko, riziko kapitálovej štruktúry)
  - základná úroková miera pre subjektívne ocenenie – je individuálna podľa konkrétneho investora (úroková miera prijatých úverov, priemerná rentabilita odvetvia, priemerná výnosnosť na akciovom trhu, alternatívna investícia)
4. Prepočet výnosovej hodnoty analytickou metódou



- táto metóda vychádza zo skutočných, účtovnou politikou neovplyvnených budúcich výsledkov hospodárenia, ktoré je možné rozdeliť bez toho, aby bol ohrozený výnosový potenciál podniku.
5. Prepočet výnosovej hodnoty paušálnou metódou
- táto metóda je použiteľná za podmienok, že nie je ohrozená dlhodobá existencia podniku a minimálne trvalý čistý výnos, na ktorom je ocenenie založené. Je vhodná pre podniku s určitou minulosťou, pretože jej podstatou je vážený priemer minulých upravených čistých výnosov. (Mařík, 2003, s. 227)

#### 4.1.3 Metóda ekonomickej pridanej hodnoty

V posledných rokoch sa pojem EVA – ekonomická pridaná hodnota (economic value added) stále viac spomína a používa vo vyspelých ekonomikách. Využíva sa vo finančnej analýze ako jeden z jej nástrojov, ale aj pri riadení a oceňovaní podniku. Klasické ukazovatele výnosnosti, medzi ktoré patrí napríklad rentabilita majú určité nedostatky. Nezohľadňujú časovú hodnotu peňazí a riziko a výšku zisku je možné ovplyvňovať. V prípade ukazovateľa EVA sa dá týmto nedostatkom vyhnúť. (Mařík, 2003, s. 244)

EVA je meradlom výkonnosti firmy. Metóda EVA sa dá charakterizovať ako operačný zisk znížený o náklady na celkový kapitál, ktorý bol použitý na dosiahnutie tohto zisku. (Dluhošová, 2008, s. 17)

Výpočet ukazovateľa EVA:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C \quad (7)$$

kde:           NOPAT       = zisk z operačnej činnosti po zdanení  
                   WACC       = priemerné vážené náklady na kapitál  
                   C           = investovaný kapitál (Kislingerová, 2001, s. 224)

Ak je EVA kladná podnik vytvára hodnotu pre svojich vlastníkov, pretože zhodnocuje kapitál viac, ako činia jeho náklady. (Fotr, 2012, s. 127)

Mařík (2003, s. 258) uvádza, že podobne ako v prípade metódy DCF je možné aj u metódy EVA použiť ocenenie pomocou EVA entity, EVA equity a EVA APV a opäť je najpoužívanejšia metóda EVA entity.

Pri výpočte sa najskôr zisťuje trhovú hodnotu operačných aktív, ktorá je súčtom čistých operačných aktív NOA a trhovej pridanej hodnoty MVA. Následne sa k trhovej hodnote operačných aktív pripočíta trhovú hodnotu neoperačných aktív a o odpočíta sa trhovú hodnotu úročených záväzkov. Týmto výpočtom sa dosiahne trhovú hodnotu vlastného kapitálu. (Mařík, 2003, s. 258)

$$\text{NOA} + \text{MVA} = \text{Trhov hodnota operačných aktív}$$

Trhov hodnota operačných aktív
+ Trhov hodnota neoperanch aktív
- Trhov hodnota úročených záväzkov
<b>Trhov hodnota vlastného kapitálu</b>

Jednou z najveších výhod ukazovateľa EVA je, že kombinuje výsledok hospodrena podniku s vekosou rizika, ktor je spojen s dosiahnutm daného výsledku hospodrena. (Vochozka, 2012, s. 155)

## 4.2 Metódy ocenená na základe analýzy trhu

Dluhošová (2008, s. 153) vo svojej publikácii zaraďuje tieto metódy medzi komparatívne. Označuje ich ako metódy relatívneho oceňovania, resp. metódy trhového porovnvania. Podstata týchto metód spočíva v odvoden hodnoty z dát, ktor sú dostupné o podobných podnikoch. Najčastejšie sa toto porovnvanie používa v prípade podnikov, ktorých podiely sú obchodované na verejných trhoch. „Výhodou týchto metód je jednoduchosť vo výpočte a rýchlosť získania hodnoty.“

Metódy ocenená na základe analýzy trhu sú považované za trhovo najčistejšie. Ide o metódy ktor sú vo vyspelých ekonomikách s historickm a aktvnm trhom považované za primárne a hlavné metódy. Je to z dôvodu, že sa tu pouvj udaje získane priamo z aktívneho a relnego trhu alebo sa z neho odvoda. (Petk, 2009, s. 303)

Ak má bežný človek v úmysle niečo predt, najjednoduch spsob zistená vhodnej poľa-  
dovanej sumy, je informovt sa za koľko sa v danom období urit vec predáva. V prípade podnikov sú rozoznvane dve základné situácie:

### 1. *priame ocenenie na základe dát kapitálového trhu*

### 2. *ocenenie metódou trhového porovnávania*

- a. metódy porovnateľných podnikov – porovnáva sa podnik s podnikmi, ktoré sú k určitému obdobiu už nejakým spôsobom ocenené.
- b. metódy porovnateľných transakcií – postup je podobný ako v predchádzajúcej metóde, ale výsledkom je priamo hodnota VK alebo investovaného kapitálu.
- c. odvodenie hodnoty podniku z údajov o podnikoch uvádzaných na burze.

V porovnaní s výnosovými metódami sa zdá trhovú analýzu objektívnejšia. (Mařík, 2003, s. 267)

## 4.3 Metódy ocenenia na základe analýzy majetku

*„Princíp majetkového ocenenia je jednoduchý a zrozumiteľný. Majetková hodnota podniku je definovaná ako súhrn individuálne ocenených položiek majetku. Od tohto súhrnu je potom odpočítaná suma individuálne ocenených záväzkov.“* (Mařík, 2003, s. 281)

Dluhošová (2008, s. 152) vo svojej publikácii uvádza, že ocenenie na základe majetku spočíva v ocenení jednotlivých zložiek aktív, záväzkov a dlhov.

Najskôr si treba uvedomiť z čoho sa aktíva, teda majetok, do ktorého každý podnik na začiatku investuje, skladá. Ide o dlhodobý hmotný majetok (budovy, stroje, zariadenia), dlhodobý nehmotný majetok (patenty, licencie, software) a obežný majetok. (Kislingerová, 2001, s. 126)

Mařík (2003, s. 281) delí majetkové ocenenie v závislosti na pokračovaní podniku nasledovne:

- *predpoklad trvalej existencie podniku* – going concern princíp – **princíp reprodukčných cien**,
- *nepredpokladá sa dlhodobejšia existencia podniku* – **princíp likvidačnej hodnoty**.

### 4.3.1 Likvidačná hodnota

Podstatou tejto metódy je zistiť hodnotu majetku k určitému časovému okamihu. Likvidačná metóda sa používa pri oceňovaní podniku, ktorý plánuje ukončiť svoju činnosť, svoje aktíva rozpredá, splatí všetky záväzky a počítajú sa aj s odmenou pre likvidátora. Likvi-

dačná hodnota je považovaná za dolnú hranicu hodnoty podniku. (Dluhošová, 2008, s. 153)

Podľa Kislingerovej (2001, s. 143) predstavuje likvidačná hodnota „*sumu predajných cien jednotlivých predávaných aktív zníženú o odmenu likvidátora*“.

Podstata likvidačnej hodnoty spočíva v zistení hodnoty majetku k určitému časovému okamihu, v ktorom musí likvidátor predat' všetky majetkové časti. Predpokladá sa aj predaj jednotlivých špecifických častí majetku, ktoré sú dôležité len pre určitý podnik, ale v prípade likvidácie podniku úplne strácajú na hodnote. Pozitívna môže byť likvidačná hodnota v prípade, že je väčšia, než hodnota stanovená výnosovou metódou, a teda likvidačný zostatok je kladný a vlastníci získajú viac, ako keby podnik ďalej pokračoval vo svojej činnosti.

Likvidácia podniku môže prebiehať s rôznou rýchlosťou, čiže časovým obdobím, za ktoré je potrebné podnik rozpredať, s rôznou intenzitou, čo predstavuje rozdelenie podnikového majetku na jednotlivé časti. Dôležitý je aj vonkajší tlak vyvíjaný na vlastníkov veriteľmi alebo či sa jedná o likvidáciu dobrovoľnú. V tomto prípade sa dá predpokladať, že likvidačná hodnota pod tlakom bude výrazne nižšia. Likvidačnú hodnotu použijeme pri:

- ocenení podnikov s obmedzenou životnosťou,
- ocenení stratových podnikov,
- odhade dolnej hranice ocenenia podniku,
- rozhodovaní medzi likvidáciou a sanáciou,
- zisťovaní hodnoty investovaného kapitálu,
- ocenení neprevádzkového majetku. (Mařík, 2003, s. 282)

Likvidačná hodnota tvorí dolnú hranicu hodnoty podniku. Je používaná ako metóda pre ocenenie stratových podnikov alebo podnikov s obmedzenou životnosťou, medzi ktoré sa radia napríklad ložiská nerastných surovín. Používa sa tiež v prípade ocenenia neprevádzkových aktív alebo majetku. (Petřík, 2009, s. 423, Dědic, 2010)

#### **4.3.2 Ocenenie za predpokladu pokračovania podniku**

V nasledujúcej podkapitole je rozobraný pohľad na majetkovú hodnotu podniku podľa Maříka (2003, s. 284). Ocenenie delí na:

- Ocenenie na báze historických cien – účtovný prístup
- Ocenenie na báze reprodukčných cien – substančná hodnota

- Ocenenie na báze usporovaných nákladov

#### 4.3.2.1 Účtovná hodnota na princípe historických cien

Všetky podnikateľské subjekty majú zo zákona povinnosť viesť účtovníctvo alebo daňovú evidenciu, kde sa jedná o vyjadrenie majetku v **historických cenách**. Účtovná evidencia teda poskytuje informácie o celkovej hodnote podniku, o hodnote základného kapitálu a o hodnote vlastného kapitálu. (Kislingerová, 2011, s. 128)

Účtovná hodnota vychádza zo súvahy a je odvodená z historických cien. Podstatou tohto ocenenia je ocenenie fixného a obežného majetku, záväzkov a dlhov v nominálnych cenách. Ako netto hodnota tu je vlastný kapitál, chápaný ako účtovný vlastný kapitál. Postup ocenenia v tomto prípade vyjadruje rovnica:

*Hodnota vlastného kapitálu = účtovná hodnota aktív – účtovná hodnota záväzkov a dlhov*

Táto metóda je považovaná za jednoduchšie metódy, ale najmenej presné. Jej výhodou je ľahká dostupnosť dát a jednoduchý výpočet. Medzi nevýhody patrí nezohľadnenie nehmotného aktíva a vychádza z nominálnej účtovnej hodnoty, ktorá sa líši od reálnej hodnoty k dátumu ocenenia. (Dluhošová, 2008, s. 152)

Účtovné ocenenie má len **doplňkový úlohu** a slúži ako:

- základňa pre posúdenie výsledného ocenenia a
- pre informovanie oceňovateľa. (Mařík, 2003, s. 284)

#### 4.3.2.2 Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien

Podľa Vochozku (2012, s. 158) nepopisuje táto metóda stav majetku v dobe založenia podniku, ale v súčasnosti. Výsledkom tejto metódy je čiastka, ktorú by potenciálny investor musel zaplatiť za identický podnik, ako ten oceňovaný.

Podľa Petříka (2009, s. 431) je táto metóda považovaná za ekonomicky najviac reálnu, pretože najlepšie zohľadňuje čiastkovú aj celkovú hodnotu majetku oceňovaného podniku.

Toto ocenenie nazývame tiež substančná hodnota v užšom slova zmysle. Cieľom tohto ocenenia je zodpovedať otázku: *Kolko by stálo znovuvybudovanie podniku?*

Mařík (2003, s. 284) uvádza vo svojej knihe nasledovné delenie substančnej hodnoty:

Substančná hodnota:

- brutto – získa sa, ak od aktuálnej reprodukčnej ceny podobného alebo rovnakého majetku odpočítame opotrebenie.
- netto – získa sa, ak od substančnej hodnoty brutto odpočítame dlhy – výsledkom je ocenenie vlastného kapitálu.

Ďalej Mařík rozlišuje:

- úplnú substančnú hodnotu - tú získame vyčíslením všetkých nákladov na znovuvybudovanie podniku k dátumu ocenenia vrátane nehmotných položiek (patenty, ochranné známky, ale aj know how, povest' podniku, kvalifikácia personálu, vzťahy s odberateľmi), čo je len výnimočne.
  - tvorí hornú hranicu ocenenia podniku (nikto nie je ochotný zaplatiť za podnik toľko, čo by stálo vybudovanie nového rovnakého podniku)
- neúplnú substančnú hodnotu - získame ak sa do výpočtu substančnej hodnoty zahrnie iba manipulovateľný majetok.

Výhodou tejto metódy je, že zohľadňuje podmienky trhu, pretože zohľadňuje reprodukčné obstarávacie ceny. Nevýhodou je, že táto metóda neberie do úvahy vplyv súčasnej a budúcej výnosnosti. (Dluhošová, 2008, s. 152)

Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien je doplnková metóda k výnosovému oceneniu a používa sa ako súčasť odhadu celkovej hodnoty podniku pri kombinovanej metóde. (Dědic, 2010)

#### **4.3.2.3 Substančná hodnota na princípe úspory nákladov**

Táto metóda je používaná v prípade, ak sa investor rozhoduje medzi kúpou alebo vybudovaním podniku. U metódy úspory nákladov sa nezisťuje hodnota jednotlivých položiek majetku, ale oceňovateľ pracuje s peňažnými tokmi spojenými s jednotlivými majetkovými položkami. „Substančná hodnota na základe úspory nákladov je teda hodnota podniku odvodená na princípoch:

- väzby k budúcnosti,
- ocenenie podniku ako celku,
- subjektívneho prístupu.“ (Mařík, 2003, s. 288)

## **II. PRAKTICKÁ ČASŤ**

## 5 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI KORA A.S.

Zhrnutie najdôležitejších údajov platných ku dňu 1.1. 2016 z výpisu z Obchodného registra Okresného súdu Trenčín, oddiel Sa, vložka 10279/R. (Ministerstvo spravodlivosti Slovenskej republiky, 2016)

<b>Obchodné meno:</b>	KORA, a. s.
<b>Sídlo:</b>	Zlatovská 27, Trenčín 911 05
<b>IČO:</b>	36 321 761
<b>Deň zápisu:</b>	1.1.2002
<b>Právna forma:</b>	akciová spoločnosť
<b>Štatutárny orgán:</b>	predstavenstvo Ing. Pavel Horal – predseda Ing. Peter Horal – člen predstavenstva Michal Horal – člen predstavenstva
<b>Základné imanie:</b>	66 388,- Eur

Akciová spoločnosť bola založená rozhodnutím zakladateľov vo forme notárskej zápisnice zo dňa 18.9.2001 upísaním akcií. Obchodná spoločnosť je univerzálnym právnym nástupcom spoločnosti KORA s.r.o.

### 5.1 Predmet činnosti

Hlavným predmetom činnosti spoločnosti je nákup tovaru za účelom jeho ďalšieho predaja a predaj v rámci ohlasovacej živnosti. Spoločnosť ďalej vykonáva skladovanie a balenie tovaru a prieskum trhu. Zaoberá sa tiež veľkoobchodom s jedmi a žieravinami, chemickými výrobkami a inými medziproduktmi.

Hlavným predmetom činnosti spoločnosť zapadá podľa SK-NACE do sekcie G - Veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel a motocyklov, do skupiny 46.7 – Ostatný špecializovaný veľkoobchod, konkrétne 46750 Veľkoobchod s chemickými výrobkami.



Spoločnosť KORA a. s. je distribútor a importér širokej palety chemicko-technologických produktov pre Slovensko, Českú republiku a Maďarsko. Na Slovenskom trhu spoločnosť zabezpečuje dovoz a distribúciu širokej palety chemických produktov a firiem ako Bayer Material Science Elix Polymers SA a iných výrobcov z Európy a USA.

Zameraná je na produkty určené predovšetkým pre stavebníctvo, výrobu náterových látok a lakov, spracovanie technických plastov, textilný priemysel, gumársky priemysel, mazivá, oleje a iné. V roku 2013 rozšírila svoju paletu produktov o kompletnú ponuku produktov pre wellness a spa zariadenia.

KORA a. s. sa zaoberá od poradenstva, cez technický servis, skladovanie až k finálnej dodávke produktov. Spoločnosť má priemerne 10 zamestnancov.

Spoločnosť vznikla v roku 1993, v roku 2012 sa zúčastnila súťaže Diamanty slovenského biznisu, do ktorej boli zaradené spoločnosti so zdravou mierou zadlženosti a ziskovým hospodárením za posledné dva roky. Spoločnosť KORA a. s. obsadila 27 miesto z 1500 firiem v rámci Slovenska.

## 5.2 Hospodársky vývoj v roku 2014

Z hľadiska dosahovaných tržieb a hospodárskeho výsledku je najvýznamnejším obchodným segmentom oblasť technických a komoditných plastov, ktorá sa na tržbách podieľa zhruba 3/4.

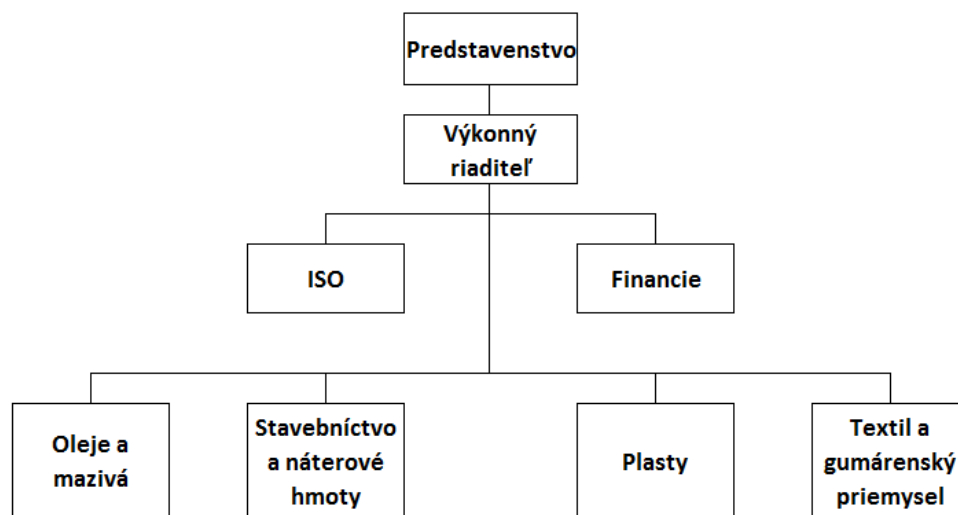
V konkurenčne náročnom prostredí sa spoločnosti podarilo v porovnaní s rokom 2013 zvýšiť tržby, čo bolo spôsobené predovšetkým nárastom segmentu plastov. Údaje o podiele na tržbách z roku 2015 spoločnosť nemá skompletizované, preto nie sú predmetom porovnávaní, ale podľa interných informácií v tejto oblasti nenastali žiadne zásadné zmeny.

Tab. 5 Segmenty spoločnosti KORA a. s. (Vlastné spracovanie)

Segment	Podiel na tržbách v %		
	2012	2013	2014
Stavebníctvo	18%	16%	4%
Farby a náterové hmoty	16%	11%	14%
Plasty	59%	69%	76%
Textil a výroba produktov z gumy	7%	4%	6%

### 5.3 Organizačná štruktúra

Najvyšším orgánom spoločnosti KORA, a. s. je valné zhromaždenie, ktoré sa koná raz ročne. Štatutárnym orgánom spoločnosti je predstavenstvo a pod ním je dozorná rada. Organizačná štruktúra spoločnosti je vyobrazená na obrázku. Predstavenstvo je tvorené predsedom a dvoma členmi. Dozornú radu tvoria traja členovia. Vedenie spoločnosti tvorené výkonným riaditeľom a predsedom je nadriadené finančnému oddeleniu a oddeleniu kvality a ISO. Spoločnosť sa ďalej delí na obchodné skupiny.



Obr. 7 Organizačná štruktúra spoločnosti KORA, a. s. (Výročná správa spoločnosti)

### 5.4 Dôvody pre ocenenie spoločnosti

Predmetom ocenenia je spoločnosť KORA, a. s. Dôvodom pre zistenie hodnoty spoločnosti je zistenie hodnoty pre vedenie, resp. vlastníkov spoločnosti. Oceňovaná spoločnosť je dlhodobo zisková, a tak je predpoklad jej perspektívneho vývoja aj v budúcnosti. Z tohto dôvodu budú použité výnosové metódy oceňovania. Pre účely oceňovania podniku sú použité dáta dostupné z verejných zdrojov a štatistík. Ocenenie spoločnosti je realizované k dátumu 31.12.2015.

## 6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza je prvým krokom ocenenia po získaní dát o spoločnosti a jej stručnej charakteristike. V rámci strategickej analýzy je analyzované makroekonomické prostredie, konkurenčná sila, odvetvie a relevantný trh, do ktorého spadá sledovaný podnik. Práve získanie dostatočného množstva kvalitných informácií je predpokladom pre správne stanovenie hodnoty podniku.

Cieľom strategickej analýzy je posúdenie perspektívy spoločnosti, jej celkového výnosového potenciálu. Výnosový potenciál sa delí na vonkajší a vnútorný. Do vonkajšieho výnosového potenciálu patria šance a riziká odvetvia a relevantného trhu, na ktorom spoločnosť pôsobí. Do vnútorného výnosového potenciálu patria silné a slabé stránky, ktorými daná spoločnosť disponuje a konkurencieschopnosť.

Záverom strategickej analýzy je prognóza tržieb oceňovaného podniku a zhodnotenie jeho perspektívy.

### 6.1 Makroekonomické prostredie

Makroekonomické prostredie je prostredie, v ktorom podnik pôsobí, ale nemôže ho ovplyvniť. Vývoj najdôležitejších makroekonomických ukazovateľov je v záujme sledovanej spoločnosti. K analýze makroekonomického prostredia je použitá PESTLE analýza. Cieľom tejto kapitoly je identifikovať pre jednotlivé faktory najvýznamnejšie udalosti, riziká a vplyvy, ktoré ovplyvňujú spoločnosť.

#### 6.1.1 Politické a legislatívne prostredie

V politickej oblasti spoločnosť KORA, a. s. ovplyvňuje:

*Vláda SR* – Základné legislatívne predpisy sú rovnaké takmer pre všetky podnikateľské jednotky. Základným zákonom pre všetkých je Obchodný zákonník – Zákon č. 513/1991 Zb. Posledná novelizácia tohto zákona bola rozdelená do troch dátumov, kde posledný je k 1.1.2016. Medzi ďalšie dôležité zákony patrí Zákon o účtovníctve č. 431/2002 Zb. a Zákon o dani z pridanej hodnoty č. 222/2004 Zb. V roku 2016 je výška DPH 20% a 10% na vybrané druhy tovaru (knihy, zdravotné potreby a niektoré potraviny).

Momentálne k 1.1.2016 je na čele vlády SR Róbert Fico. V tomto roku v marci sa na Slovensku konajú voľby parlamentné voľby.

**Podpora podnikania** – Na Slovensku je už niekoľko rokov snaha o podporu podnikania, či už sa jedná o malých alebo väčších podnikateľov prostredníctvom rôznych dotačných programov z EU, ale napríklad aj projektmi, ktoré zapájajú už študentov vysokých škôl a podporujú ich vzdelávanie. Momentálne je táto podpora zastrešovaná najmä Ministerstvom hospodárstva SR.

**Monetárna a fiškálna politika** – V oblasti fiškálnej a monetárnej politiky je cieľom Vlády SR a Národnej banky Slovenska podporiť spotrebu, ktorá zvýši objem produkcie spoločností a následne dôjde k hospodárskemu rastu celej ekonomiky.

### 6.1.2 Ekonomické prostredie

**HDP** – Vývoj HDP na Slovensku mal do roku 2008 stúpajúcu tendenciu. V roku 2008, resp. 2009 sa na Slovensku prejavila hospodárska kríza, čo spôsobilo pokles tempa ekonomického rastu a HDP sa dostalo do záporných hodnôt. Aktuálny odhad na nasledujúce roky sa podľa Ministerstva financií Slovenskej republiky pohybuje na úrovni približne 3,5%. (©2016)

**Inflácia** – má vplyv na vývoj cien podnikov. Pohybuje sa na relatívne nízkych úrovniach. V roku 2015 klesla miera inflácie z 1,5% na -0,1%. Jedná sa o defláciu. Podľa NBS by inflácia mala v roku 2018 dosiahnuť 0,9%, ale z dlhodobého hľadiska by nemala presiahnuť 2%-tnú hranicu.

**Nezamestnanosť** na Slovensku je momentálne na úrovni 10,38%. V porovnaní s predošlým mesiacom sa nezamestnanosť zvýšila, čo je nepriaznivý stav, ale medziročne sa evidovaná miera nezamestnanosti znížila o takmer 2%. V Trenčianskom kraji, v ktorom podniká spoločnosť KORA, a.s. je nezamestnanosť oveľa nižšia, a to 8,32%.

Tab. 6 Hodnota vybraných ukazovateľov pre rok 2009-2015 a ich predikcia pre rok 2016-2018 (Vlastné spracovanie podľa Národná banka Slovenska 2015)

Ukazovateľ/Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Predikcia		
								2016	2017	2018
Medziročná zmena HDP v %	-2,3	4,1	4,6	3,1	1,4	3,5	2,5	3,5	2,5	3,5
Miera inflácie v %	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1	1	0,7	0,5	0,9
Miera nezamestnanosti v %	12,1	14,4	13,6	14	14,2	12,3	10,3	11,5	11	10,7

*Úrokové sadzby* sa od roku 2009 znižovali a v súčasnej dobe sú na minimálnej úrovni, ako uvádza NBS resp. ECB. Jednou z uvádzaných je diskontná sadzba, ktorá je v súčasnosti na úrovni 0,05% (Národná banka Slovenska ©2003 – 2016)

*Priemerná mzda* – Priemerná hrubá mesačná mzda má na Slovensku narastajúcu tendenciu a od roku 2009 sa zvyšuje. Momentálna úroveň je 861 EUR. Čo sa týka odvetvia, v ktorom podniká spoločnosť KORA, a.s. priemerná mzda je tu 801 EUR. Priemerná mzda v Trenčianskom kraji sa pohybuje na úrovni 784 EUR. (Štatistický úrad Slovenskej republiky)

### **6.1.3 Technické a technologické prostredie**

Keďže spoločnosť KORA a. s. pôsobí v oblasti veľkoobchodu a sprostredkovania predaja, technické a technologické prostredie na spoločnosť takmer nevyplýva.

Vplyv technologických zmien sa môže okrajovo dotknúť len v oblasti skladovania a prepravy produktov, ktoré spoločnosť vykonáva, ale aj priestory, kde spoločnosť pôsobí sú majetkom akcionára spoločnosti, ktorým je spoločnosť PH Konzulta, s.r.o. a KORA, a. s. si tieto priestory iba prenajíma.

V súčasnosti veľa firiem využíva k zaisteniu niektorých neklúčových činností outsourcing. Dôvodom je znižovanie nákladov spoločnosti. Táto činnosť je zaistovaná dodávateľsky, čiže externými firmami.

### **6.1.4 Sociálne prostredie**

#### **Demografia**

Podľa štatistického úradu Slovenskej republiky žilo k 30.6.2015 na Slovensku 5 424 058 obyvateľov. Trenčiansky kraj zaznamenáva v posledných rokoch skôr úbytok obyvateľstva ako prírastok. Veková štruktúra obyvateľstva v tomto kraji patrí medzi najvyššie zo slovenských krajov. V roku 2014 prekročil priemerný vek obyvateľov 41 rokov, klesá počet obyvateľov vo veku 0-14 rokov, a naopak pribúda obyvateľstvo vo veku nad 65 rokov.

#### **Vzdelanosť**

Od roku 2001 na Slovensku sa výrazne zvyšuje vzdelanosť obyvateľstva, pribúda obyvateľstvo s ukončeným vysokoškolským vzdelaním a stredoškolským vzdelaním ukončeným maturitou. Naopak, záujem o učňovské vzdelanie ubúda, v Trenčianskom kraji výrazne

klesá počet maliarov, elektrikárov a obrábačov kovov. Tento stav spôsobuje problémy výrobným podnikom, ktorý majú nedostatočný počet kvalifikovaných uchádzačov.

## 6.2 Vymedzenie relevantného trhu

V nasledujúcej kapitole sa budem venovať vymedzeniu relevantného trhu oceňovaného podniku. Je to jeden zo základných krokov strategickej analýzy, pretože z voľby relevantného trhu vychádza prognóza ďalšieho vývoja tohto trhu.

### 6.2.1 Stručná charakteristika odvetvia

Ako už bolo spomenuté v predchádzajúcej kapitole, spoločnosť KORA, a. s. je podľa Klasifikácie ekonomických činností (SK-NACE) zaradená do sekcie G - Veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel a motocyklov, do skupiny 46.7 – Ostatný špecializovaný veľkoobchod, konkrétne do podtriedy 46750 Veľkoobchod s chemickými výrobkami.

V sekcii Veľkoobchod a maloobchod, oprava motorových vozidiel a motocyklov momentálne pôsobí 36 odvetví, kam patrí 142 363 podnikov. V tabuľke nižšie uvedenej je vyobrazený relevantný trh, jeho údaje sú čerpané zo Slovenského štatistického úradu.

Ako hlavný ukazovateľ pri vymedzovaní relevantného trhu sú použité tržby za vlastné výkony a tovar, ktoré sú získané z údajov uverejňovaných na stránkach Štatistického úradu Slovenskej republiky.

Tab. 7 Vymedzenie relevantného trhu (Vlastné spracovanie)

ROK	SK-NACE 46		SK-NACE 46.7		KORA
	Tržby (v mil. EUR)	Počet podnikov	Tržby (v mil. EUR)	Počet podnikov	Tržby (v mil. EUR)
<b>2009</b>	22 703	80723	4956	3158	5,619
<b>2010</b>	23 300	82 451	5792	3 299	6,427
<b>2011</b>	23116	84 289	6155	3 390	9,418
<b>2012</b>	23 926	88 394	6508	3 285	8,481
<b>2013</b>	24 499	81 830	6843	2 925	9,724
<b>2014</b>	26 212	85 942	7327	3 062	10,100
<b>2015</b>	27 025	87 456	7932	3 318	12,068

Ak by bolo vymedzenie relevantného trhu stanovené na základe odvetvia SK-NACE 46, bolo by toto vymedzenie veľmi všeobecné a široké. Dané odvetvie zastrešuje celú radu spoločností, ktorých produkty sa značne líšia od segmentu trhu, v ktorom pôsobí oceňovaná spoločnosť KORA, a. s.

Z tohto dôvodu som sa rozhodla ako relevantný trh označiť podskupinu SK-NACE 46.7 Ostatný špecializovaný veľkoobchod, ktorého vymedzenie je konkrétnejšie a užšie. Patria sem podniky s podobnou štruktúrou tržieb.

Tržby odvetvia Ostatný špecializovaný veľkoobchod, do ktorého spadá aj spoločnosť KORA, a. s., tvoria priemerne 25% tržieb skupiny SK-NACE 46.

V nasledujúcej tabuľke je znázornený odhad relevantného trhu a tempo jeho rastu. V sledovanom odvetví má tempo rastu tržieb po celú dobu stúpajúci charakter. Priemerné tempo rastu je 8,22%.

*Tab. 8 Odhad priemerného tempa rastu relevantného trhu (Vlastné spracovanie)*

Rok	Relevantný trh		
	v mil. EUR	Tempo rastu	Priemerné tempo rastu
<b>2009</b>	4956		8,22%
<b>2010</b>	5792	16,87%	
<b>2011</b>	6155	6,27%	
<b>2012</b>	6508	5,74%	
<b>2013</b>	6843	5,15%	
<b>2014</b>	7327	7,07%	
<b>2015</b>	7932	8,26%	

### 6.2.2 Kvalitatívne vymedzenie relevantného trhu

Veľkoobchod s chemickými výrobkami zahŕňa veľkoobchodný predaj priemyselných chemikálií, hnojív a agrochemických výrobkov. Tieto chemikálie sú vstupnou surovinou pre ďalšie technologické procesy. Podniky v tomto odvetví sú teda iba sprostredkovateľom medzi výrobcem chemikálie a ďalším zákazníkom.

### **Vymedzenie z hľadiska územia**

Spoločnosť KORA, a. s. sa zameriava predovšetkým na Slovenský trh, čo tvorí viac ako 70% jej celkových tržieb. Okrem Slovenska pôsobí aj v Českej republike a v Maďarsku, kde má aj svoje skladové priestory. Po úspechoch, ktoré so sebou priniesla spolupráca s Českou republikou, začala spoločnosť v roku 2015 svoju spoluprácu aj s Poľskom. Na Slovensku má spoločnosť svoje hlavné sídlo v Trenčíne, kde má aj najväčšie skladové priestory a odkiaľ uskutočňuje hlavnú distribúciu tovaru. Ďalšie skladové priestory má prenajaté v Bratislave a v Michalovciach z dôvodu lepšej dostupnosti a konkurencieschopnosti.

### **Vymedzenie z hľadiska zákazníkov**

Zákazníkov spoločnosti KORA, a. s. je možné rozdeliť do dvoch základných skupín. Prvou, väčšou skupinou sú zákazníci, ktorí nakupujú od spoločnosti tovar, ako produkt na získavanie finálnych výrobkov pre rôzne druhy priemyslu. Druhú skupinu tvoria podniky podobné spoločnosti KORA, a. s., ktoré tieto produkty nakupujú s cieľom ďalšieho predaja a teda sú tiež distribútorom. Výrobné spoločnosti tvoria 75%-80% tržieb za tovar.

### **Vymedzenie z hľadiska konkurentov**

Konkurenciu v tomto odvetví je takisto možné rozdeliť do dvoch skupín podobne ako zákazníkov. Konkurenciou pre spoločnosť sú samotní výrobcovia, ktorí svoje produkty predávajú priamo výrobným spoločnostiam. Druhou skupinou sú redistribútori, ktorých hlavnou činnosťou je predaj tovaru konečnému spotrebiteľovi.

### **6.2.3 Hodnotenie atraktivity trhu**

Atraktivita trhu je hodnotená podľa jednotlivých kritérií. Každému z týchto kritérií je pridelaná váha a bodové ohodnotenie. Výsledná atraktivita je stanovená na základe bodového ohodnotenia, ktoré je vynásobené príslušnými váhami. Táto analýza môže pomôcť vytvoriť podklad pre správne stanovenie rizikovej prirážky, pre výpočet diskontnej miery oceňovaného podniku.

**Rast trhu** – V rámci relevantného trhu dochádza každoročne k pozvoľnému nárastu tržieb. Tento trh môžeme teda považovať za relatívne stabilný.

**Veľkosť trhu** – Z územného hľadiska je trh vymedzený celou Slovenskou republikou. Z ekonomického hľadiska je možné trh vymedziť veľkosťou tržieb podľa klasifikácie ekonomických činností. V rámci danej ekonomickej činnosti sa jedná o pomerne veľký trh.





Pre hodnotenie atraktivity bolo zvolených 9 kritérií, každému z nich bola pridelená váha a každý faktor bolo možné ohodnotiť na stupnici 0 až 6. Maximálny počet bodov, ktorý je teda možné dosiahnuť je  $16 * 6 = 96$  bodov. V skutočnosti bolo získaných 46 bodov. Atraktivita relevantného trhu je  $46 / 96 * 100 = 48\%$ , čo môžeme označiť za priemernú atraktivitu.

#### 6.2.4 Prognóza vývoja trhu

Ako relevantný trh bol stanovený trh produkcie Ostatný špecializovaný veľkoobchod, ktorý je podľa Klasifikácie ekonomických činností radený do podskupiny SK-NACE 46.7.

Pri prognóze obdobia 2016 – 2018 je využitá regresná analýza, pri ktorej sa vychádza zo základného predpokladu vzájomného vzťahu HDP v bežných cenách a tržieb relevantného trhu za sledované obdobie. Pre regresnú analýzu bol využitý program XLStatistics, ktorého výpočty a výsledky sú uvedené v prílohe P VII. Podľa regresnej analýzy bola medzi týmito dvoma ukazovateľmi stanovená závislosť, korelačný koeficient predstavuje 97,55%.

Pre regresnú analýzu boli zvolené dva modely, ktoré majú najvyšší koeficient determinácie a najlepšie vysvetľujú vstupné dáta. Bol vybraný model regresnej priamky a regresnej paraboly (polynóm 2. stupňa), ktorý postačuje k tomuto výpočtu. V prílohe je tabuľka, ktorej obsahom je testovanie oboch týchto modelov, teda ktorý z nich sa viac približuje skutočným hodnotám v rokoch 2013 – 2015. Na základe výpočtov bol zvolený model regresnej paraboly, pretože suma rozdielov bola v tomto prípade menšia. Rovnica regresnej paraboly má tvar:

$$\text{Produkcia} = 11372,40102 - 0,346074884 \text{ HDP} + 0,0000039153 \text{ HDP}^2$$

Koeficient determinácie modelu regresnej paraboly je 98,15%, čo znamená, že zvoleným modelom môžeme vysvetliť 98,15% variability pozorovaných hodnôt.

Pri samotnej predikcii produkcie relevantného trhu je potrebné stanoviť predpokladaný vývoj HDP. Tento vývoj je stanovený podľa predikcie reálneho rastu HDP, ktorú zostavil Štatistický úrad Slovenskej republiky. Na základe tohto vývoja stanovíme HDP v mil. EUR na nasledujúce 3 roky a pomocou rovnice regresnej paraboly dopočítame produkciu relevantného trhu SK-NACE 46.7, kde následne vypočítame aj tempo jeho rastu.

Tab. 10 Prognóza vývoja tržieb Relevantného trhu (Vlastné spracovanie)

		HDP		SK-NACE 46		Relevantný trh SK-NACE 46.7	
	Rok	v mil. EUR	Tempo rastu	Produkcia (v mil. EUR)	Tempo rastu	Produkcia (v mil. EUR)	Tempo rastu
Skutočnosť	2009	62 794		22 703		4 956	
	2010	65 897	4,94%	23 300	2,63%	5 792	16,87%
	2011	68 974	4,67%	23 116	-0,79%	6 155	6,27%
	2012	71 096	3,08%	23 926	3,50%	6 508	5,74%
	2013	73 134	2,87%	24 499	2,39%	6 843	5,15%
	2014	74 655	2,08%	26 212	6,99%	7 327	7,07%
	2015	76 521	2,50%	27 025	3,10%	7 932	8,26%
Predikcia	2016	79 199	3,50%	29 307	8,44%	8 522	7,44%
	2017	81 179	2,50%	31 242	6,60%	9 080	6,55%
	2018	84 023	3,50%	34 462	10,30%	9 936	9,42%

### 6.3 Analýza konkurencie a vnútorného potenciálu podniku

Jedným z ďalších krokov strategickej analýzy je analýza konkurencie a vnútorného potenciálu podniku. Cieľom analýzy je zhodnotiť a posúdiť vnútorné možnosti spoločnosti a určiť, či je spoločnosť schopná využiť šance, ktoré vyplývajú z rozvoja trhu a či je schopná čeliť konkurencii. Prvým krokom tejto analýzy je stanovenie trhového podielu spoločnosti.

#### 6.3.1 Stanovenie trhového podielu spoločnosti

Stanovenie trhového podielu bude vykonané pomocou tržieb za tovar, pretože tieto tržby súvisia s hlavnou činnosťou všetkých spoločností v odvetví. V tabuľke 11 je vývoj trhového podielu spoločnosti KORA, a. s., za obdobie 2009 – 2015, v prípade, že by bol za relevantný trh považovaný trh celého odvetvia SK-NACE 46 – Veľkoobchod, okrem motorových vozidiel a motocyklov. Z tabuľky je zjavné, že trhový podiel oceňovanej spoločnosti je veľmi malý, pretože do tohto odvetvia patrí viac ako 87 tis. spoločností. Aj napriek opakovanému nárastu sa trhový podiel v roku 2015 pohybuje len na úrovni 0,045%.

Tab. 11 Trhový podiel spoločnosti KORA, a.s. (RT – SK-NACE 46)

Rok	Relevantný trh SK-NACE 46 (v mil. EUR)	KORA, a.s. (v mil. EUR)	Trhový podiel
2009	22 703	5,619	0,025%
2010	23 300	6,427	0,028%
2011	23 116	9,418	0,041%
2012	23 926	8,481	0,035%
2013	24 499	9,724	0,040%
2014	26 212	10,100	0,039%
2015	27 025	12,068	0,045%

Ďalšia tabuľka obsahuje vývoj trhového podielu oceňovanej spoločnosti na trhu, ktorý som zvolila ako relevantný. Ide o podskupinu odvetvia, konkrétne SK-NACE 46.7 – Ostatný špecializovaný veľkoobchod. V tomto odvetví sa momentálne nachádza viac ako 3300 spoločností. Tu vidíme že trhový podiel, ešte stále nie je vysoký, ale je vhodnejší k analýze predikcie ďalších období.

Tab. 12 Trhový podiel spoločnosti KORA, a. s.  
(RT – SK-NACE 46.7)

Rok	Relevantný trh SK-NACE 46.7 (v mil. EUR)	KORA, a.s. (v mil. EUR)	Trhový podiel
2009	4 956	5,619	0,1134%
2010	5 792	6,427	0,1110%
2011	6 155	9,418	0,1530%
2012	6 508	8,481	0,1303%
2013	6 843	9,724	0,1421%
2014	7 327	10,100	0,1378%
2015	7 932	12,068	0,1521%

Najideálnejšie by bolo za relevantný trh zvoliť podskupinu SK-NACE 46.75 - Veľkoobchod s chemickými výrobkami, kde sa momentálne nachádza približne 250 spoločností. Túto analýzu, ale nie je možné vykonať, pretože údaje za túto kategóriu nie sú zverejňované.

### 6.3.2 Identifikácia potenciálnych konkurentov

V oblasti plánovania budúcich tržieb je veľmi dôležité identifikovať aj konkurenčné podniky spoločnosti. V odvetví Ostatný špecializovaný veľkoobchod SK-NACE 46.7 momentálne pôsobí na Slovensku 3318 podnikov, z toho v Trenčianskom kraji 234. Keďže spoločnosť KORA, a. s. pôsobí nie len na Slovensku, ale aj v Českej republike, v Maďarsku a v Poľsku, jej najväčšími konkurentmi sú aj zahraničné firmy. Nižšie sú uvedené podniky, ktoré spoločnosť označila ako svojich najväčších konkurentov a firmy, ktoré pôsobia v Trenčianskom kraji a majú podobné zameranie.

**RADKA, spol. s r.o.** – má sídlo v Pardubiciach. Ide o distribútora chemicko-technických produktov pre stavebníctvo, náterové hmoty, úpravu vody, výrobu plastov, gumárenskú výrobu a smaltovanie z produkcie popredných svetových výrobcov.

**ALBIS PLASTIC GmbH** – ide o Nemeckú spoločnosť, ktorá sídli v Hamburgu a jej zahraničné pobočky sa nachádzajú vo Francúzsku, VB, Malajzii, Holandsku, Severnej Amerike, Ruku, Poľsku a v Českej republike. Spoločnosť sa zaoberá distribúciou termoplastov a vývojom a spracovaním technických zlúčenín.

**RESINEX Czech Republic, s.r.o.** – spoločnosť sídli v Uhříněves. Spoločnosť sa zaoberá poskytovaním spoľahlivých distribučných služieb v oblasti termoplastických materiálov a materiálov z prírodného a syntetického kaučuku, na základe spoľahlivého servisu pre zákazníkov. Firma bola založená v roku 1988 ako dodávateľ polypropylénov spoločnosti Shell v Belgicku.

**Brenntag Slovakia, s.r.o.** – sídlo spoločnosti sa nachádza v Pezinku. Táto spoločnosť je špecializovaná na distribúciu chemikálií pre priemyselných zákazníkov. Medzi jej produkty a služby patria: štandardné chemikálie, chemikálie pre potravinársky priemysel, výroba krmív, náterové hmoty, plasty a polyméry, spracovanie vody a odpadov, polygrafia, bytová chémia a kozmetika, spracovanie kovov.



**Kvalita a sortiment služieb** – spoločnosť poskytuje svojim zákazníkom veľké množstvo kvalitných služieb o čom svedčí aj minimálne resp. takmer žiadne percento reklamácií. Snahou spoločnosti je prinášať komplexné služby od poradenstva, technického servisu, skladovania, až k finálnej dodávke produktu podľa špecifikácie zákazníka.

**Vzťahy so zákazníkmi** – po konzultácii s vedením spoločnosti som tento parameter ohodnotila slabo pod priemerom, keďže spoločnosť udržiava so svojimi zákazníkmi dobré vzťahy vďaka kvalite služieb, ale v poslednom roku na Slovensku stratila niekoľko malých zákazníkov. No naopak získala nových zákazníkov a udržiava si vzťahy so zákazníkmi v zahraničí, čím sa tento faktor vyrovnáva.

**Cenová úroveň** je veľmi priaznivá predovšetkým pre zahraničný trh, na ktorom spoločnosť expanduje. Tento faktor hodnotím mierne nad priemerom, pretože aj vo svojom užšom okolí je spoločnosť cenovo stále výhodnejšia ako niektorí jej konkurenti a darí sa jej vyrovnávať pomer cena a kvalita.

**Intenzita reklamy** - spoločnosť sa zúčastňuje rôznych výstav, veľtrhov a súťaží, na ktorých propaguje svoje produkty, v roku 2012 získala výborné umiestnenie vďaka čomu sa povedomie o nej výrazne zvýšilo.

**Výhody miesta** – spoločnosť sídli v Trenčíne, čo môžeme z ekonomického hľadiska považovať za výhodu hlavne, kvôli prístupu k zahraničiu (Česká republika), ďalšie sklady má v Bratislave a v Michalovciach, čím sa oveľa lepšie približuje k svojim stálym aj potenciálnym zákazníkom. Z územného hľadiska hodnotím spoločnosť priemerne.

**Flexibilita spracovania zákazky** – toto kritérium je takisto hodnotené bodom 4 zo 6 keďže spoločnosť poskytuje takmer všetkým zákazníkom služby podľa ich špecifických požiadaviek.

**Skúsenosti** – počas dlhej pôsobnosti v oblasti veľkoobchodu s chemikáliami spoločnosť získala veľké množstvo skúseností a poznatkov. Má dlhoročnú prax, čím si udržiava a získava svojich klientov.

**Image firmy** – v roku 2016 oslávi spoločnosť už 23. rok pôsobenia na Slovenskom a zahraničnom trhu.

**Doplňkový servis** – spoločnosť poskytuje nepretržitý servis podľa špecifikácie každého zo svojich zákazníkov, čím vlastne poskytuje ďalšie doplnkové služby.

**Kvalita managementu** – management spoločnosti tvoria skúsení a kvalifikovaní odborníci, ktorí majú dobrý prehľad v oblasti chemikálií aj veľkoobchodu.

**Výkonný personál** – keďže spoločnosť nie je výrobnou firmou, väčšinu jej personálu tvoria obchodní zástupcovia, ktorí sa kvalifikovaní pracovníci a preto tento faktor hodnotím priemerne.

**Majetok a investície** – spoločnosť má všetky pozemky budovy v prenájme, je vlastníkom iba svojho vozového parku, preto hodnotím toto kritérium podpriemerne, keďže ani v budúcnosti žiadne investície neplánuje. Na celkovom hodnotení sa neprejaví výrazne, pretože váha tohto faktoru je 1.

**Finančná situácia** – spoločnosť je trvale zisková, celková finančná situácia spoločnosti je veľmi priaznivá a nepredpokladá sa jej negatívny vývoj.

Maximálny počet, ktorý je možné dosiahnuť je 186 bodov. Celkovo spoločnosť dosiahla v hodnotení 109 bodov. Priemerné hodnotenie faktorov je  $109/31 = 3,5$ . Konkurenčnú silu stanovíme podielom  $109/186$  čo predstavuje 58,6%. Na základe analýzy konkurenčnej sily môžeme určiť predikciu vývoja trhového podielu spoločnosti KORA, a. s. Analýza vypovedá o miernej prevahe spoločnosti nad konkurenciou, čo predstavuje mierny nárast trhového podielu pre obdobie 2016 až 2018. Vývoj trhového podielu spoločnosti je uvedený v nižšie uvedenej tabuľke.

Tab. 14 Prognóza trhového podielu spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

Trhový podiel spoločnosti KORA, a.s.									
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
0,1134%	0,1110%	0,1530%	0,1303%	0,1421%	0,1378%	0,1521%	0,1572%	0,1634%	0,1670%

#### 6.3.4 Trhová pozícia firmy

Na základe vyššie hodnotených faktorov, konkurenčnej sily a atraktivity trhu som zostavila maticu, pomocou ktorej je možné zhodnotiť trhovú pozíciu firmy. Atraktivita trhu dosahuje 48% a konkurenčná sila takmer činí takmer 59%. Spoločnosť KORA, a. s. môžeme teda zaradiť medzi podniky so strednou konkurenčnou silou a aj trh, na ktorom pôsobí, dosahuje strednú atraktivitu.



Tab. 15 Posúdenie perspektívy spoločnosti na základe trhovej pozície  
(Vlastné spracovanie)

		Konkurenčná sila		
		Veľká	Stredná	Malá
Atraktivita trhu	Vysoká	Podnik s jednoznačnou perspektívou (odporúča sa chrániť si svoju pozíciu)	Podnik s dobrou perspektívou (odporúča sa zvýšiť inovácie, investície a znížiť náklady)	Podnik s obmedzenou perspektívou (odporúča sa zhodnotiť každú príležitosť)
	Stredná	Podnik s dobrou perspektívou (odporúča sa minimalizovať a udržať náklady)	Podnik s prijateľnou perspektívou <b>KORA, a. s.</b>	Podnik s malou perspektívou (odporúča sa zvažovať rozumne)
	Nízka	Podnik si musí strážiť cash flow (odporúča sa reštrukturalizácia)	Podnik by mal zmeniť zameranie svojho podnikania (odporúča sa minimalizovať investície)	Podnik takmer bez perspektívy (odporúča sa likvidácia)

Pozícia, v ktorej sa nachádza spoločnosť KORA, a. s. je označovaná aj ako najhoršia pozícia. Dôvodom je, že nie je dosť jasná na to aby podnik svoju činnosť ukončil alebo minimalizoval, ale nie je ani dosť jasná na to, aby videl veľké zisky. Ak sa podnik nachádza v tejto pozícii znamená to, že na jednu stranu má relatívne dobré tržby, zisky a stabilnú základňu, ale na druhej strane udržanie tržieb ju stojí väčšie úsilie. Firma by mala investovať do maximálneho zefektívnenia riadenia a monitoringu všetkých procesov v podobe komplexného podnikového informačného systému, ktorý by jej umožnil rýchlo reagovať na zmenu v akejkoľvek oblasti. Dôležité je aby sa spoločnosti v tejto pozícii naučili včas rozpoznať problém, ale aj novú príležitosť.

#### 6.4 Prognóza tržieb

Záverečným krokom strategickej analýzy je prognóza vývoja tržieb oceňovanej spoločnosti. Táto prognóza vychádza z prognózy tempa rastu trhu, trhového podielu a tempa rastu tržieb, ktoré vypočítame na základe vzorca:

$$\text{Tempo rastu tržieb} = (\text{Index rastu trhu} \times \text{Index zmeny trhového podielu}) - 1 \quad (8)$$

Tab. 16 Predikcia tržieb spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

	Rok	Relevantný trh (v mil. EUR)	Tempo rastu trhu	Trhový podiel KORA, a.s.	Tempo rastu tržieb	Tržby KORA, a. s. (v mil. EUR)
Skutočnosť	2009	4 956	x	0,113%	x	5,619
	2010	5 792	16,87%	0,111%	14,38%	6,427
	2011	6 155	6,27%	0,153%	46,54%	9,418
	2012	6 508	5,74%	0,130%	-9,95%	8,481
	2013	6 843	5,15%	0,142%	14,66%	9,724
	2014	7 327	7,07%	0,138%	3,87%	10,100
	2015	7 932	8,26%	0,152%	19,49%	12,068
Predikcia	2016	8 522	7,44%	0,157%	10,87%	13,380
	2017	9 080	6,55%	0,163%	10,62%	14,801
	2018	9 936	9,42%	0,167%	12,10%	16,593

Priemerné tempo rastu tržieb spoločnosti KORA, a. s. v nasledujúcich rokoch 2016 – 2018 je na základe predchádzajúcich výpočtov odhadované na 11,20%. Spoločnosť zostavuje svoj vlastný finančný plán, ktorého plánované tržby sa pohybujú na veľmi podobnej úrovni ako tržby vypočítané na základe strategickej analýzy.

## 7 FINANČNÁ ANALÝZA

Cieľom finančnej analýzy je posúdiť finančné zdravie podniku, poskytnúť informácie o majetku, pohľadávkach a záväzkoch, nákladoch a výnosoch na základe údajov získaných z minulosti. Finančná analýza je v neposlednom rade aj základom pre zostavenie finančného plánu, z ktorého neskôr vychádza ocenenie podniku na základe výnosových metód.

Analýza bude vykonaná na základe údajov získaných z účtovných výkazov a interných dokumentov spoločnosti KORA a. s. za obdobie 2009 – 2015.

V rámci finančnej analýzy je vykonané iba vyhodnotenie z pohľadu časového vývoja. Z dôvodu nedostupnosti resp. nerelevantnosti dát z konkurenčných podnikov alebo odvetvia nemohla byť vykonaná analýza, ktorá by porovнала podnik KORA a. s. s inými podnikmi.

### 7.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

Základným krokom pri zostavovaní analýzy je analýza štruktúry položiek jednotlivých výkazov, čiže vertikálna analýza a analýza vývojových trendov čiže horizontálna analýza. Analyzované sú jednotlivé účtovné výkazy – súvaha a výkaz ziskov a strát spoločnosti KORA, a. s. Kompletná horizontálna a vertikálna analýza je uvedená v prílohe číslo P I.

#### 7.1.1 Analýza majetkovej a finančnej štruktúry spoločnosti

Celková bilančná suma spoločnosti mala do roku 2011 narastajúcu tendenciu a po mier-  
nom poklese v roku 2013 sa hodnoty opäť pohybujú nad hranicou 3 mil. Eur. Dlhodobý  
majetok spoločnosti je tvorený iba položkou Samostatné hnutelné veci a súbory hnutel-  
ných vecí, kde spoločnosť radí svoj vozový park a drobnú kancelársku techniku. Druhú  
zložku tvorí Softvér, ktorého hodnoty sa zvyšujú v dôsledku prijatia nových obchodných  
zástupcov a ich zaškolenia.

Na základe vertikálnej analýzy aktív, ktorá je v prílohe P IV môžeme vidieť, že majetková  
štruktúra spoločnosti je tvorená predovšetkým obežným majetkom, kde najväčšiu časť tvo-  
rí tovar spoločnosti. Tovar tvorí viac ako polovicu celkových aktív, keďže spoločnosť sa  
zaoberá veľkoobchodom a predaj tovaru je jej hlavnou činnosťou. Zvyšok aktív je tvorený  
pohľadávkami z obchodného styku, čo tiež súvisí s predajom tovaru spoločnosti. V roku  
2014 vzrástli obežné aktíva v dôsledku predzásobenia a medziročne sa zvýšil podiel dlho-  
dobého majetku na hodnote celkových aktív z 1% na 4%, čo súviselo s nárastom počtu

vozidiel a s rozšírením obchodného tímu. Keďže v roku 2015 sa zásadnejšie zmeny neudiali, z pohľadu vertikálnej analýzy je toto obdobie podobné ako predchádzajúce.

Pasíva spoločnosti boli do roku 2013 z viac ako 80% tvorené iba vlastným imaním, predovšetkým ziskom minulých rokov. V roku 2014 stúpila hodnota cudzích zdrojov a vlastné zdroje tvorili takmer 65%. Dôvodom až dvojnásobného nárastu cudzích zdrojov bolo čerpanie bankového úveru - kontokorentu, ktorý sa zvýšil o viac ako 600 000 EUR. Tento krátkodobý úver, spoločnosť čerpá na vyrovnanie svojej finančnej situácie. Teda v prípade, ak spoločnosti vlastné finančné prostriedky nepostačujú, je pre ňu výhodné využiť možnosť kontokorentu na bežnom účte. V roku 2013 bol schválený rámec úveru 600 tis. EUR a využívaných bolo 27%, v nasledujúcom období bol spoločnosti tento rámec navýšený na 900 tis. EUR.

Z pohľadu horizontálnej analýzy môžeme sledovať výrazný nárast hodnoty dlhodobého hmotného majetku v roku 2014, čo je spôsobené rozšírením vozového parku o 5 motorových vozidiel. Nárast tejto položky bol takmer 4-násobný. Spoločnosť nie je majiteľom žiadnych stavieb ani pozemkov, tieto má v prenájme od svojej materskej spoločnosti PH Konzulta s.r.o. V roku 2014 stúpila aj hodnota Tovarů čo súviselo s predzásobením spoločnosti. Taktiež vidíme že spoločnosť od roku 2012 nevládni žiaden dlhodobý finančný majetok. Do roku 2012 tu spoločnosť evidovala investíciu na Ukrajine, v ktorej, ale v nasledujúcom období už nepokračovala. V oblasti vlastného kapitálu sa počas sledovaných období neudiali veľké zmeny, pohyby je možné sledovať iba v oblasti Výsledku hospodárenia, ktorý v sa v roku 2015 viac ako zdvojnásobil v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Za túto pozitívnu zmenu spoločnosť vďačí aj expanzii a úspešnosti na Českom trhu. Pri pohľade na záväzky z obchodného styku sledujeme od roku 2010 až do roku 2014 výrazný pokles. V minulom roku ich hodnota opätovne mierne stúpila, čo bolo spôsobené novými obchodmi v zahraničí, ako už bolo spomenuté. Nemôžeme však pozeráť na tento konkrétny údaj globálne, keďže súvaha nám dáva údaje iba ku konkrétnemu dátumu. Dokonca aj vo výkaze ziskov a strát vidíme, že tržby spoločnosti každoročne stúpajú.

### **7.1.2 Analýza výnosov a nákladov**

Keď sa pozrieme z pohľadu vertikálnej analýzy na výnosy, vidíme že každoročne sú takmer 100 percentne tvorené tržbami za predaj tovarů. S týmto súvisí aj hodnota nákladov na obstaranie tovarů, ktorá tvorí viac ako 80% celkových nákladov spoločnosti, v posledných dvoch rokoch viac ako 90%. Zvyšné náklady teda tvoria predovšetkým služby súvisiace

s výrobou a osobné náklady, keďže hlavným vlastníctvom spoločnosti KORA, a. s. je tovar a jej vlastný zamestnanci.

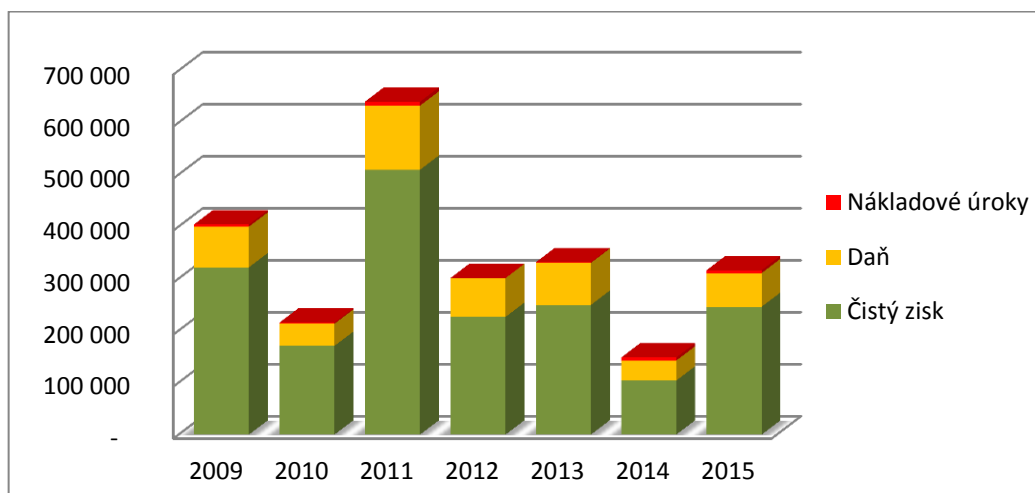
### 7.1.3 Analýza výsledku hospodárenia

V tabuľke 10 je uvedený vývoj výsledku hospodárenia počas sledovaného obdobia. Môžeme tu vidieť jednotlivé zložky VH. Až na rok 2012 spoločnosť nemala žiadne mimoriadne výnosy ani náklady, ale ani táto položka nebola nijako významná. Spoločnosť tu účtovala o mimoriadnom výnose z investície na Ukrajine. Ako vidíme v tabuľke, finančný výsledok hospodárenia bol takmer stále v záporných hodnotách. Táto situácia je spôsobená nákladovými úrokmi z dôvodu čerpania kontokorentného úveru na bežnom účte, ale v rokoch 2010 – 2014 predovšetkým položkou Ostatné náklady na finančnú činnosť, čo taktiež súvisí s výdavkami spojenými s peňažným stykom podniku.

Tab. 17 Vývoj výsledku hospodárenia v rokoch 2009-2015 (Vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VH prevádzkový	408 508	210 523	633 926	315 272	347 149	156 259	322 053
VH finančný	- 8 632	2 528	- 1 490	- 14 725	- 17 012	- 13 991	- 11 551
VH mimoriadny				326			
EBITDA	446 992	259 695	685 806	340 233	368 044	186 053	356 547
EBIT	403 778	215 117	640 000	300 934	331 328	148 179	316 074
EBT	399 876	213 051	632 436	300 873	330 137	142 268	310 502
EAT	321 714	170 554	509 111	226 262	249 263	103 940	245 759

Ako môžeme vidieť na nasledujúcom grafe, Výsledok hospodárenia spoločnosti KORA, a.s. nie je stabilný. Po rapídnom náraste zisku v roku 2011 sledujeme pokles na polovičnú hodnotu. Táto situácia bola spôsobená veľmi vysokými tržbami za služby, ktoré spoločnosť poskytuje svojim zákazníkom ako doplnkovú aktivitu k predaju tovaru. V roku 2014 vidíme zase výrazný pokles zisku v dôsledku expanzie na nové trhy v Českej republike a v Maďarsku, ale keďže sa spoločnosti darí expandovať, zisk v roku 2015 opätovne stúpol viac ako dvojnásobne.



Obr. 8 Štruktúra EBIT spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

## 7.2 Analýza rozdielových a pomerových ukazovateľov

V nasledujúcich podkapitolách je analyzovaný čistý pracovný kapitál a spomedzi pomerových ukazovateľov sú analyzované vybrané ukazovatele likvidita, rentabilita, aktivita a zadlženosť podniku.

### 7.2.1 Analýza čistého pracovného kapitálu

V tabuľke číslo 18 je zobrazený vývoj čistého pracovného kapitálu a podiel čistého pracovného kapitálu na obežných aktívach spoločnosti KORA, a. s. za roky 2009 až 2015.

Tab. 18 Vývoj ČPK v rokoch 2009 – 2015 (Vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ČPK (v tis. Eur)	2 268	2 064	2 541	2 682	2 343	2 749	2 893
ČPK/OA	89%	71%	74%	84%	89%	91%	88%

Čistý pracovný kapitál predstavuje obežné aktíva po odpočítaní krátkodobých záväzkov. V prípade spoločnosti KORA, a. s. sa hodnota ČPK pohybuje v sledovanom období na relatívne nemennej úrovni. Hodnota ČPK je dosť vysoká čomu zodpovedá aj podiel ČPK na obežnom majetku. Dôvodom je vysoký podiel obežného majetku, ktorý tvorí predovšetkým tovar a pohľadávky spoločnosti. Táto skutočnosť je spôsobená charakterom spoločnosti. Uspokojivou skutočnosťou pre spoločnosť je, že preyšuje odporúčanú hodnotu podielu 30% dokonca niekoľkonásobne. Znamená to teda, že spoločnosť má potrebnú výš-

ku relatívne voľného kapitálu a nemala by mať tak problém s likviditou a krytím prípadných neočakávaných záväzkov.

### 7.2.2 Ukazovatele likvidity

Nasledujúca tabuľka zobrazuje bežnú, pohotovú a hotovostnú likviditu spoločnosti v sledovanom období 2009 až 2015.

Tab. 19 Vývoj likvidity v rokoch 2009 až 2015 (Vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bežná likvidita	8,81	3,50	3,88	6,38	8,90	11,52	8,41
Pohotová likvidita	4,46	1,52	1,91	3,19	3,52	3,98	3,05
Hotovostná likvidita	0,71	0,16	0,41	0,47	0,21	0,09	0,08

Bežná likvidity je tiež nazývaná ukazovateľom solventnosti. Hodnoty tejto likvidity v spoločnosti KORA a. s. sú nad odporúčané hodnoty. Ukazovateľ udáva koľkokrát pokrývajú obežné aktíva krátkodobé záväzky, resp. koľkokrát je podnik schopný uspokojiť veriteľa. V tomto prípade je možné označiť riziko platobnej neschopnosti podniku za nízke, čiže, aj v prípade neočakávaných zmien by sa mala spoločnosť dostatočne vysporiadať so svojou platobnou situáciou.

Výsledky pohotovej likvidity sa taktiež pohybujú nad odporúčané hodnoty, čo je na jednej strane pozitívne pre veriteľov, ale pre manažment je to signál nižšej výnosnosti podnikania a teda príliš veľká časť aktív je viazaná. Ale ako už bolo spomenuté, túto časť aktív predstavuje predovšetkým tovar spoločnosti, ktorý musí byť neustále k dispozícii z dôvodu charakteru podnikania.

Pri pohľade na hotovostnú likviditu vidíme počas celého sledovaného obdobia hodnoty nižšie ako odporúčané. Táto situácia je spôsobená veľmi nízkou hodnotou finančného majetku v porovnaní so záväzkami spoločnosti. Finančný majetok sa každým rokom znižoval, a záväzky sa zvyšovali, čomu svedčí aj hodnota ukazovateľa. Spoločnosť má však v prípade nedostatku finančných prostriedkov možnosť čerpania výhodného kontokorentného úveru, ktorý v posledných rokoch výrazne využíva, a tak je schopná hradiť svoje záväzky v lehote splatnosti. Preto spoločnosť KORA, a. s. označujeme za likvidnú.

### 7.2.3 Ukazovatele rentability

V tabuľke 20 je znázornený vývoj rentability celkového kapitálu ROA a vývoj rentability vlastného kapitálu ROE. Pri výpočte ukazovateľov rentability je použitý výsledok hospodárenia pred úrokmi a zdanením (EBIT). Oba ukazovatele majú veľmi podobné hodnoty po celé sledované obdobie. Dôvodom je zloženie kapitálu spoločnosti. Väčšinou časť kapitálu spoločnosti tvorí vlastný kapitál, predovšetkým nerozdelený zisk minulých rokov. Hodnoty rentability počas sledovaného obdobia dosahovali kolísavé výsledky, ale ich rozpätie sa pohybovalo od 4 do 16%, čo nie sú veľmi vysoké hodnoty. Odporúčané hodnoty rentability celkového kapitálu sa pohybujú nad 15% a spoločnosť sa nad túto úroveň dostala iba raz za sledované obdobie, a to v roku 2011. Rentabilita vlastného kapitálu by sa mala pohybovať nad úrovňou 20%, ale spoločnosť sa snaží o zvýšenie výnosnosti vlastného kapitálu. V roku 2014 výrazne klesla hodnota oboch ukazovateľov čo bolo spôsobené poklesom zisku, ale táto situácia sa opätovne v roku 2015 upravila a tento trend sa predpokladá aj v nasledujúcom období.

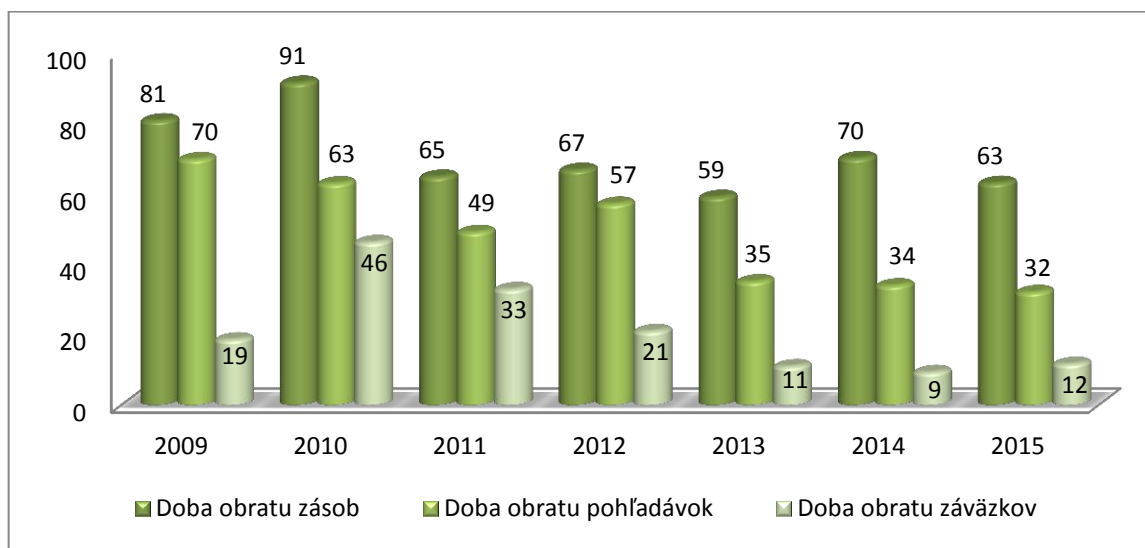
Tab. 20 Ukazovatele rentability v rokoch 2009 až 2015 (Vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROA	13,7%	6,1%	15,6%	9,0%	12,0%	4,4%	8,9%
ROE	12,5%	6,6%	16,4%	8,0%	11,1%	5,1%	11,1%

### 7.2.4 Ukazovatele aktivity

Nasledujúci obrázok predstavuje vývoj doby obratu zásob, pohľadávok a záväzkov spoločnosti KORA, a. s. za sledované obdobie. Doba obratu zásob bola v sledovaných rokoch priemerne 70 dní. Doba obratu pohľadávok má klesajúci charakter čo je spôsobené narastajúcimi tržbami spoločnosti, tie sa v roku 2014 zdvojnásobili v porovnaní s rokom 2009. Vývoj výšky pohľadávok je po celú dobu relatívne stály. Takisto aj doba obratu záväzkov od roku 2010 klesá, dokonca z hodnoty 46 na dobu 9 dní. Táto skutočnosť je pre spoločnosť KORA, a. s. veľmi pozitívna. Spoločnosť sa snaží svoje záväzky uhrádzať takmer okamžite, čo jej vytvára dobré meno u dodávateľov. Doba obratu pohľadávok výrazne preyšuje dobu obratu záväzkov. Spoločnosť uhrádza svoje záväzky výrazne skôr ako dostáva zaplatené od svojich odberateľov, dostáva sa tak do pozície veriteľa a úveruje svojich odberateľov.





Obr. 9 Vývoj doby obratu zásob, pohľadávok a záväzkov spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

### 7.2.5 Ukazovateľ zadlženosti

Tab. 21 Vývoj zadlženosti spoločnosti v rokoch 2009 až 2015 (Vlastné spracovanie)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Celková zadlženosť	10,67%	24,48%	22,47%	15,75%	17,83%	35,04%	35,30%
Miera zadlženosti	11,95%	32,42%	28,99%	18,70%	21,70%	53,95%	54,58%

V tabuľke 21 sú uvedené hodnoty zadlženosti spoločnosti KORA, a. s. Odporúčané hodnoty celkovej zadlženosti sa podľa odbornej literatúry pohybujú medzi 30% až 60%. Je to z dôvodu aby podnik nebol príliš zadlžený, ale zase aby nehospodáril iba so svojim vlastným kapitálom, pretože je niekedy výhodnejšie mať časť majetku aj v podobe cudzieho kapitálu. Celková zadlženosť spoločnosti KORA, a. s. mala od roku 2010 klesajúcu tendenciu a hodnoty boli pod odporúčanými hodnotami. Tento stav bol spôsobený predovšetkým klesajúcou hodnotou cudzích zdrojov čo bolo spôsobené v hlavnej miere poklesom záväzkov z obchodného styku. Ukazovateľ zadlženosti je sledovaný k určitému dátumu, preto sa tento vývoj nedá hodnotiť globálne. Zmenu zadlženosti môžeme však sledovať v rokoch 2014 a 2015, kedy stúpla dvojnásobne na viac ako 35%. Dôvodom nárastu zadlženosti bolo čerpanie kontokorentného úveru a leasingu na vozový park, čím sa spoločnosť výraznejšie zadlžila. Tento krok sa odzrkadlil aj na miere zadlženosti, ktorá dosahuje momentálne viac ako 50%. Spoločnosť KORA, a. s. tak momentálne hospodári v rovnakej výške so svojim vlastným majetkom, ako aj s cudzím.

### 7.3 Analýza súhrnných ukazovateľov

Zo súhrnných ukazovateľov som vybrala dva ukazovatele, ktorými zhodnotím celkovú finančnú situáciu spoločnosti KORA, a. s. Vybrané ukazovatele sú Altmanova analýza Z-score a Index IN99.

#### 7.3.1 Altmanova analýza (Z-score)

Altmanov bankrotný model predpovedá bankrot firmy na základe koeficientu počítaného pomocou niekoľkých ukazovateľov. V prípade spoločnosti KORA, a. s. môžeme sledovať veľmi pozitívne výsledky počas celého hodnoteného obdobia, keďže podnik sa nachádza v bezpečnej zóne. V roku 2014 hodnota tohto ukazovateľa klesla, ale v roku 2015 je možné vidieť opätovný mierny nárast. Spoločnosť je možné vďaka ukazovateľu Z-score označiť za spoločnosť s vysokou pravdepodobnosťou prežitia. V ďalších rokoch sa predpokladá, že spoločnosť na základe svojho plánu bude pokračovať podobným pozitívnym vývojom.



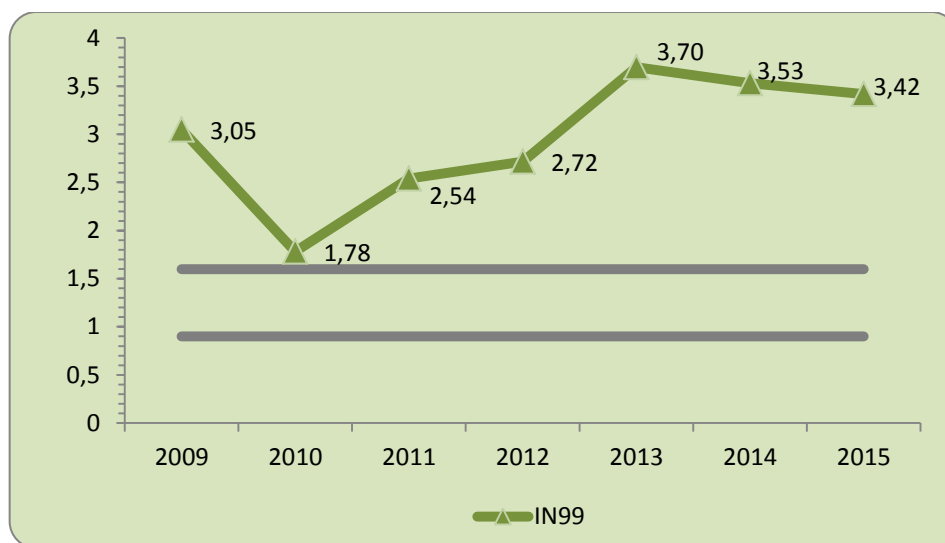
Obr. 10 Z-score spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

Pravidlá pre vyhodnotenie Z-score:

- $3,00 < Z$  - Bezpečná zóna (Safe Zone) - Podniky s vysokou pravdepodobnosťou prežitia
- $1,80 < Z < 2,99$  - Šedá zóna (Grey Zone) - Nedá sa jednoznačne určiť
- $Z < 1,79$  - Krízová zóna (Distress Zone) - Podniky bezprostredne ohrozené bankrotom

### 7.3.2 Index IN99

Index IN99 je bonitný model konštruovaný z pohľadu vlastníka. Obrázok 11 znázorňuje hodnoty tohto Indexu v prípade spoločnosti KORA, a. s. Podľa dosiahnutých výsledkov je možné povedať, že spoločnosť sa nachádza v uspokojivej finančnej situácii a podnik po celé sledované obdobie vytvára hodnotu pre svojich vlastníkov. V posledných 3 rokoch síce táto hodnota mierne klesá, ale aj napriek tomu je vysoko nad šedou zónou, čo je pre spoločnosť stále pozitívne.



Obr. 11 Index IN99 spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

Pravidlá pre vyhodnotenie Index IN99:

- $IN \geq 2,07$  - Uspokojivá finančná situácia firmy – Podnik tvorí novú hodnotu pre vlastníka
- $0,684 < IN < 2,07$  - Šedá zóna s neurčitými výsledkami
- $IN \leq 0,684$  - Spoločnosť ohrozená finančným bankrotom – Podnik netvorí hodnotu pre vlastníka

## 7.4 Posúdenie finančného zdravia spoločnosti

Finančná analýza bola vykonaná za obdobie 2009 až 2015. Výsledky v jednotlivých častiach tejto analýzy poukazujú na dobré finančné zdravie spoločnosti. Pri detailnejšom pohľade na výsledky pomerových ukazovateľom môžeme zhodnotiť postupné zlepšovanie finančnej situácie spoločnosti. Spoločnosť neustále rozvíja svoje možnosti preniknúť na

nové trhy, čomu nasvedčuje aj expanzia na maďarský, český a v posledných mesiacoch aj poľský distribučný trh s chemickým priemyslom. Dôsledkom tohto rozširovania sú aj neustále narastajúce hodnoty celkovej bilančnej sumy. Vo všetkých sledovaných obdobiach spoločnosť dosahovala pomerne vysoké hodnoty zisku, čo taktiež poukazuje na jej dobré hospodárenie.

V tabuľke 22 sú uvedené výsledky niektorých vybraných pomerových ukazovateľov spoločnosti KORA, a. s. a takisto aj za odvetvie SK NACE 46. Tieto hodnoty sú uvádzané a porovnávané za obdobie 2014 keďže aktuálne hodnoty za odvetvie ešte nie sú zverejnené.

*Tab. 22 Porovnanie vybraných pomerových ukazovateľov spoločnosti KORA, a. s. a odvetvia SK NACE 46 za rok 2015 (Vlastné spracovanie, Slovstat, 2016)*

rok 2014	KORA, a.s.	SK NACE 46
Bežná likvidita	11,52	0,99
Pohotová likvidita	3,98	0,57
Hotovostná likvidita	0,09	0,13
Doba obratu pohľadávok	34	24
Doba obratu záväzkov	9	91
Doba obratu zásob	70	23
ROE	5,1%	-0,93
ROA	4,4%	-0,15
Celková zadlženosť	35,04%	75,01%

Pri pohľade na likviditu vidíme, že spoločnosť dosahuje oveľa vyššie hodnoty ako sú hodnoty odvetvia. Tieto výsledky môžeme považovať za lepšie ako v odvetví, ale pre spoločnosť to môže znamenať, že nevyužíva svoje peňažné prostriedky efektívne, čo sa môže prejavovať negatívne na rentabilite hospodárenia spoločnosti.

Doba obratu pohľadávok je podobná ako v prípade odvetvia, čo sa však nedá povedať o dobe obratu záväzkov. V prípade spoločnosti KORA, a. s. vidíme veľmi pozitívny výsledok, kedy má svoje záväzky uhrádzané už v priebehu 1-2 týždňov, zatiaľ čo záväzky celého odvetvia sú uhrádzané až 10-krát pomalšie. Na obrate aktív sa značne prejavuje doba obratu zásob, ktorá je z dôvodu nutnosti držania vysokých zásob tovarov pomerne vysoká.

Zatiaľ čo rentabilita odvetvia dosahuje v posledných rokoch záporné hodnoty, spoločnosti sa darí rentabilitu, aj napriek miernemu poklesu v roku 2014, zvyšovať. Spoločnosť dosahuje relatívne uspokojivé hodnoty rentability vlastného aj celkového kapitálu, čo svedčí o ich efektívnom využívaní, ale aj tak odporúčam spoločnosti urobiť kroky, ktoré budú viesť k o niečo vyššej výnosnosti vlastného kapitálu.

Posledným porovnávaným ukazovateľom je celková zadlženosť, kde môžeme vidieť veľmi odlišné výsledky. Zatiaľ čo odvetvie preferuje financovanie cudzím kapitálom pred vlastným, v spoločnosti KORA, a.s. je tento jav aj napriek nárastu v posledných rokoch opačný. Spoločnosť ešte stále využíva k svojmu hospodáreniu viac vlastných prostriedkov. Takéto financovanie je síce spojené s nižšími nákladmi financovania, ale tiež s nižšou stabilitou podnikania.

Celkovo je možné spoločnosť KORA, a. s. na základe výsledkov finančnej analýzy označiť ako veľmi stabilnú a prosperujúcu spoločnosť. Keďže je v nasledujúcich rokoch predpoklad ďalšieho rastu tržieb, je možné usúdiť, že finančná situácia spoločnosti sa bude aj naďalej zlepšovať a nijako nie je ohrozený predpoklad neobmedzeného trvania podniku.

## 8 STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN SPOLOČNOSTI

Pred samotným zostavením finančného plánu spoločnosti je potrebné rozdeliť aktíva spoločnosti na prevádzkovo nutné a nenutné. Teda tie, ktoré priamo súvisia s hlavnou činnosťou spoločnosti. Hlavnú časť aktív tvorí predovšetkým tovar a pohľadávky, ktoré priamo súvisia s hlavnou činnosťou spoločnosti. Ďalšou položkou aktív sú samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí, kam patrí vozový park spoločnosti, ktorý je taktiež priamo využívaný k preprave tovaru k odberateľom a od dodávateľov.

Finančný plán spoločnosti KORA, a. s. je zostavený za roky 2016 až 2018 a jeho súčasťou je plánovaná súvaha, plánovaný výkaz ziskov a strát a plánovaný cash flow. Kompletné výkazy sú súčasťou prílohy a nižšie v texte sú uvedené komentáre k niektorým položkám. Pri plánovaní jednotlivých položiek sa vychádza z finančnej analýzy spoločnosti a zo strategického plánu. Samostatný finančný plán je neskôr podkladom pri stanovení hodnoty spoločnosti pomocou výnosových metód.

### 8.1 Plánovaný výkaz ziskov a strát spoločnosti KORA, a. s.

#### *Tržby*

Keďže spoločnosť KORA, a. s. nie je výrobnou spoločnosťou, hlavnú a takmer jedinou súčasť výnosov tvoria tržby za predaj tovaru. Tieto tržby sú plánované na základe predchádzajúcej strategickej analýzy. Ani v nasledovných rokoch spoločnosť neplánuje zásadné zmeny vo svojej štruktúre podnikania, preto iné významné tržby v pláne nie sú zakomponované.

Rovnakým spôsobom ako je plánovaný nárast tržieb je naplánovaný aj nárast súvisiacich nákladov na obstaranie tovaru.

#### *Výkonová spotreba*

Keďže spoločnosť plánuje naďalej expandovať a rozširovať svoje pôsobenie aj v zahraničí, plánuje postupne zvyšovať svoje služby súvisiace predovšetkým s prenájomom priestorov. Podnik KORA, a. s. nie je vlastníkom žiadnych so svojich skladových priestorov a aj naďalej plánuje tieto priestory iba prenajímať, či už na Slovensku, ale aj v Českej republike, v Maďarsku a v Poľsku.

### ***Osobné náklady***

Osobné náklady sú tvorené niekoľkými položkami, kde hlavnou zložkou týchto nákladov sú mzdové náklady, ktoré sú v spoločnosti ovplyvňované predovšetkým zmenou počtu zamestnancov a nárastom priemernej mzdy. Ďalej sú to náklady na sociálne poistenie a sociálne náklady, tieto sa odvíjajú od mzdových nákladov. Svoj obchodný tím spoločnosť rozšírila aj v roku 2014 aj 2015 o 1 zamestnanca a s týmto rozširovaním plánuje pokračovať. Do roku 2018 plánuje svoj obchodný tím rozšíriť o 5 zamestnancov, čo sa prejaví aj v osobných nákladoch každoročným nárastom približne o 12%. Spoločnosť postupne počíta aj s miernym nárastom priemernej mzdy.

### ***Dane a poplatky***

Dane a poplatky sú v spoločnosti KORA, a. s. spojené predovšetkým s cestnou daňou, diaľničnými známkami a správnyimi poplatkami, preto plánuje nárast tejto položky každoročne o 3%.

### ***Odpisy DHM a DNM***

Výška odpisov dlhodobého hmotného a nehmotného majetku sa odvíja od odpisového plánu spoločnosti. Daňové a účtovné odpisy sú zhodné. Veľké zmeny v tejto položke spoločnosť neplánuje. Hlavnú časť odpisov tvorí odpis áut a tu aj napriek plánovanému nákupu ešte dvoch motorových vozidiel, táto položka nebude rapídne stúpať, keďže staršie vozidlá sú už takmer odpísané.

### ***Výnosové a Nákladové úroky***

Výnosové úroky sú plánované na nulových hodnotách, keďže momentálne sú úrokové sadzby bánk minimálne a v posledných rokoch tvorila táto položka zanedbateľnú výšku. Nákladové úroky sú plánované podľa vývoja čerpania kontokorentného úveru na bežnom účte, ktorý spoločnosť využíva v prípade nedostatku vlastných finančných prostriedkov, ale nie po celý rok. Výška jeho úroku činí 1,5%.

### ***Ostatné finančné výnosy a náklady***

V tejto položke sú zahrnuté náklady súvisiace s povinným a havarijným poistením motorových vozidiel. Predpokladá sa tu iba mierny nárast spojený s nákupom nového vozidla, ktorým však bude nahradené jedno z doterajších vozidiel, čiže nárast nebude výrazný.

Sadzba dane z príjmu zostáva aj pre nasledujúce obdobia v rovnakej výške ako v roku 2015, čiže 22%.

## 8.2 Plánovaná súvaha spoločnosti KORA, a. s.

Plánovaná súvaha spoločnosti je súčasťou prílohy P IX.

### *Dlhodobý majetok*

U dlhodobého majetku spoločnosť očakáva zmeny v náraste hodnoty softvéru v dôsledku zaškolenia nových zamestnancov, ale keďže softvér postupne odpisuje, nárast nebude nijako výrazný. Ďalšou zmenou bude nákup ďalších motorových vozidiel v roku 2016 a 2017 po jednom kuse, čím sa zvýši hodnota dlhodobého hmotného majetku.

### *Zásoby*

Hodnota zásob, kam patrí tovar, s ktorým spoločnosť obchoduje, sa plánuje zvyšovať postupne v dôsledku rozširovania trhu. Zásoby boli kalkulované podľa doterajšej doby obratu zásob kedy je počítané priemerne so 65 dňami. Tento priemer je stanovený za posledných 5 rokov.

### *Krátkodobé pohľadávky*

Pohľadávky z obchodného styku boli vypočítané z priemerných dôb obratu pohľadávok minulých období a teda budú stanovené rovnako ako výška zásob v budúcom období.

### *Finančný majetok*

Finančný majetok je plánovaný na základe potrieb finančných prostriedkov a v posledných rokoch bol na úrovni približne 3% z celkových aktív. S takouto úrovňou finančných prostriedkov spoločnosť počíta aj v pláne do budúcnosti.

**Základný kapitál a zákonný rezervný fond** spoločnosť neplánuje navýšiť ani v nasledujúcom období, preto jeho hodnoty zostanú rovnaké ako v roku 2015.

### *Výsledok hospodárenia*

Výsledok hospodárenia bežného obdobia je prevzatý z plánovaného výkazu ziskov a tržieb. Výsledok hospodárenia minulých rokov postupne rastie v súvislosti s rastom VH za bežné obdobie.



### ***Rezervy***

Až do roku 2014 spoločnosť postupne navyšovala krátkodobé rezervy, a do budúcnosti počíta s miernym každoročným nárastom v tvorbe rezerv, preto je táto zmena uvedená aj v pláne do roku 2018.

### ***Krátkodobé záväzky***

Významnou položkou cudzích zdrojov sú krátkodobé záväzky, ktorých výška je plánovaná na základe doby obratu záväzkov.

### ***Bankové úvery***

Spoločnosť až do roku 2013 nebola nútená využívať bankové úvery, pretože na hospodárenie jej postačovali vlastné prostriedky. Od roku 2014 spoločnosť využíva kontokorentný úver na bežnom účte z dôvodu predzásobenie, zväčšovania obchodného tímu a z dôvodu nákupu nových motorových vozidiel a keďže v tomto trende plánuje pokračovať aj v budúcnosti, počíta aj s ďalším využívaním tohto úveru a taktiež leasingu na automobil. Tieto úvery teda spoločnosť plánuje vo výške potrebných finančných prostriedkov.

## **8.3 Plánovaný výkaz cash flow**

Plánovaný výkaz cash flow spoločnosti KORA, a. s. je stanovený na základe plánu výkazu zisku a straty a plánovanej súvahy, pretože spoločnosť nezostavuje v rámci svojej účtovnej závierky cash flow. Z tohto dôvodu sú v ňom obsiahnuté iba hlavné položky a ako aj predchádzajúce plány, aj tento sa nachádza v prílohe.

## **8.4 Finančná analýza plánu**

V nasledujúcej časti je zostavená stručná finančná analýza, ktorej výsledky vychádzajú z jednotlivých finančných plánov. Túto analýzu je vhodné vykonať z dôvodu potvrdenia predpokladu dobrých perspektív spoločnosti.

Z finančného plánu súvahy vyplýva, že bežná likvidita spoločnosti by mala klesať, čo pre spoločnosť znamená, že už nebude zbytočne viazať veľké množstvo svojho majetku, čím sa zvýši jej výnosnosť o čom nasvedčuje aj nárast rentability vlastného a celkového kapitálu. Ako aj v minulých rokoch, tak aj v prognózovanom období vidíme, že rentabilita tržieb dosahuje nízke hodnoty, ale spoločnosť podstupuje kroky, ktoré predpokladajú zvýšenie jej celkovej výnosnosti. Pre vlastníkov je dôležitá rentabilita vlastného kapitálu a jej predpoklad je pozitívny, čo je pre spoločnosť dobrou správou. Keďže výška pohľadávok, záväz-

kov a zásob je odvodená z tržieb predchádzajúcich rokov, jej hodnoty sú veľmi podobné. V prípade zadlženosti je predpokladaný nárast z dôvodu pokračujúcej expanzie spoločnosti KORA, a. s. na nové trhy, ale tento nárast sa spoločnosť postupne bude snažiť znižovať.

Tab. 23 Finančná analýza plánu spoločnosti KORA, a. s.

(Vlastné spracovanie)

	2016	2017	2018
<b>Ukazovatele likvidity</b>			
Bežná likvidita	5,32	5,34	3,97
Pohotová likvidita	1,97	1,97	1,45
Hotovostná likvidita	0,12	0,12	0,07
<b>Ukazovatele rentability</b>			
Rentabilita celkového kapitálu	8,70%	9,29%	9,28%
Rentabilita vlastného kapitálu	11,21%	12,66%	14,90%
Rentabilita tržieb	1,93%	2,03%	1,95%
<b>Ukazovatele aktivity</b>			
Doba obratu zásob	62	61	61
Doba obratu pohľadávok	34	34	34
Doba obratu záväzkov	18	18	24
<b>Ukazovatele zadlženosti</b>			
Celková zadlženosť	38,67%	42,03%	46,36%
Miera zadlženosti	63,04%	72,51%	86,44%
Úrokové krytie	81,57	76,17	94,21

Zo záverov finančnej analýzy plánu vyplýva, že spoločnosť KORA, a. s. by mala byť v budúcnosti schopná vytvoriť hodnotu pre svojich vlastníkov a udržať si tak dobré finančné zdravie, čím je splnený predpoklad neobmedzeného trvania spoločnosti, ktorý je hlavnou podmienkou pre využitie výnosových metód oceňovania.

## **9 PROJEKT STANOVENIA HODNOTY SPOLOČNOSTI KORA, A.S. VYUŽITÍM VÝNOSOVÝCH METÓD**

Základným predpokladom využitia výnosových metód ocenenia je podmienka dlhodobej existencie podniku – čiže „going concern“. Na základe vykonanej strategickej a finančnej analýzy je možné povedať, že spoločnosť KORA, a. s. túto podmienku spĺňa.

K oceneniu spoločnosti budú využité metódy:

- metóda diskontovaného čistého cash flow – DCF,
- metóda ekonomickej pridanej hodnoty EVA

### **9.1 Vymedzenie kategórie hodnoty, dátumu a účelu ocenenia**

Hlavným cieľom tejto diplomovej práce je stanovenie trhovej hodnoty spoločnosti KORA, a.s. pomocou výnosových metód ocenenia. Spoločnosť je oceňovaná k dátumu 31.12.2015 a toto ocenenie bude mať pre spoločnosť a jej vlastníkov čisto informatívny charakter.

### **9.2 Stanovenie diskontnej miery**

Prostredníctvom diskontnej miery sa do hodnoty podniku premieta faktor času a riziko. Nasledujúca kapitola bude zameraná na stanovenie cieľovej kapitálovej štruktúry. Ďalej je nutné pre potreby ocenenia na úrovni vlastníkov aj veriteľov stanoviť náklady na cudzí a vlastný kapitál. Z týchto dvoch hodnôt budú vypočítané priemerné náklady na kapitál (WACC).

#### **9.2.1 Vymedzenie kapitálovej štruktúry spoločnosti**

Cieľová štruktúra kapitálu sledovanej spoločnosti značí pomer cudzieho úročeného kapitálu a vlastného kapitálu. Spoločnosť KORA, a.s. začala v roku 2013 využívať aj bankové úvery, ktorým sa do tejto doby vyhýbala. Cudzie zdroje na strane pasív boli teda do tohto obdobia tvorené predovšetkým vlastným kapitálom. Súčasná kapitálová štruktúra spoločnosti je tvorená z dvoch tretín stále vlastným kapitálom, ale zvyšok tvoria už spomínané úvery a neúročené dlhodobé a krátkodobé záväzky. Spoločnosť tieto úvery využíva na vyrovnanie nedostatku svojich vlastných finančných prostriedkov. Využíva kontokorentný úveru na bežnom účte a operatívny leasing na automobil.

Tab. 24 Skladba kapitálovej štruktúry spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pomer vlastného kapitálu k celkovému kapitálu	77,51%	84,23%	82,17%	64,94%	64,69%	61,51%
				63,71%		
Pomer cudzieho kapitálu k celkovému kapitálu	22,47%	15,75%	17,83%	35,04%	35,30%	38,49%
				36,28%		

Tabuľka 24 zobrazuje pomer vlastného a cudzieho kapitálu k celkovému kapitálu spoločnosti. V spodných riadkoch je uvedená priemerná percentuálna hodnota oboch ukazovateľov, ktorá bude použitá pre výpočet WACC. Táto priemerná hodnota je stanovená za obdobie 2014 – 2016 z dôvodu, že v predchádzajúcich rokoch sa pohybovali hodnoty nad 70%-80% a momentálne je štruktúra o niečo vyrovnannejšia a preto viac zohľadňuje skutočnosť. Vlastný kapitál tvorí teda priemerne 64% a cudzí kapitál 36%.

### 9.2.2 Náklady na cudzí kapitál

V prípade spoločnosti KORA, a.s. budú pre účely ocenia náklady na cudzí kapitál odvodené z úrokovej sadzby krátkodobého bankového úveru, ktorý spoločnosť v súčasnosti čerpá a z operatívneho leasingu. Podľa informácií získaných v spoločnosti sa priemerná hodnota týchto úrokových sadzieb pohybuje na úrovni 1,53%.

### 9.2.3 Náklady na vlastný kapitál

Ďalším krokom je výpočet nákladov na vlastný kapitál. Určenie nákladov vlastného kapitálu je pomerne zložitejšie než u nákladov cudzieho kapitálu. Tieto náklady sú určené výnosovým očakávaním investora. Žiadaný výnos investora je daný alternatívnym výnosom rovnako rizikovej resp. podobne rizikovej investície. K odhadu nákladov na vlastný kapitál budú použité dve metódy a to model oceňovania kapitálových aktív (CAPM) a stavebnicový model INFA. Následne budú určené náklady prostredníctvom aritmetického priemeru týchto dvoch modelov.

#### a) Model oceňovania kapitálových aktív CAPM

Pre výpočet tohto modelu je dôležité poznať rizikovú prémie trhu, bezrizikovú úrokovú mieru, hodnotu koeficientu beta. Keďže spoločnosť nie je obchodovaná na kapitálovom trhu, bude potrebné pre model CAPM využiť náhradný odhad koeficientu betu. Koeficient beta sa vypočíta podľa vzorca:

$$\beta_Z = \beta_N \times \left( 1 + (1 - d) \times \frac{CK}{VK} \right) \quad (9)$$

kde:  $\beta_Z$  - beta vlastného kapitálu zadlženej firmy

$\beta_N$  - beta vlastného kapitálu pri nulovej zadlženosti

$d$  - sadzba dane z príjmu

Beta vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení je využitý koeficient beta pre odvetvie oceňovanej spoločnosti čerpaný z internetových zdrojov, konkrétne Damodaran Online. Hodnota tohto koeficientu je v januári 2016 stanovená na úrovni 0,76 a rovnaká výška tohto koeficientu je predpokladaná aj v nasledujúcich prognózovaných rokoch. Aktuálna sadzba dane z príjmu 22% je takisto použitá aj pre ďalšie obdobie. Cieľovou kapitálovou štruktúrou je vymedzená výška vlastného a cudzieho kapitálu, pričom cudzí kapitál je použitý iba zadlžený. V tabuľke 25 je vyobrazený výpočet koeficientu beta vlastného kapitálu zadlženej firmy.

Tab. 25 Výpočet koeficientu beta (Vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
$\beta_N$	0,76	0,76	0,76	0,76
$d$	22%	22%	22%	22%
CK	790 440	720 571	929 139	945 679
VK	2 208 403	2 298 978	2 377 258	2 449 741
$\beta_Z$	<b>0,9722</b>	<b>0,9458</b>	<b>0,9917</b>	<b>0,9888</b>

Ďalším krokom je teda samotný výpočet nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM.

$$n_{VK} = r_f + \beta^* (r_m - r_f) \quad (10)$$

kde:  $n_{VK}$  – náklady vlastného kapitálu v %

$r_f$  – bezriziková úroková miera

$\beta$  – koeficient beta

$r_m$  – priemerná výnosnosť kapitálového trhu

$(r_f - r_m)$  – riziková prémie kapitálového trhu

Bezriziková úroková miera v tomto vzorci je stanovená na základe výnosnosti desaťročných štátnych dlhopisov Slovenskej republiky. Výška tejto úrokovej miery k dátumu oceňovania 31.12.2015 bola 1,16%. Koefficient beta je vypočítaný v predchádzajúcej tabuľke. Riziková prémie je určená ratingom krajiny, ktorý určuje prirážku k základnému riziku. Na stránkach Damodaran Online je stanovený rating Slovenskej republiky A2, na jeho základe je celková riziková prémie stanovená vo výške 7,26% a riziková prirážka krajiny je uvádzaná vo výške 1,26%. Hodnota rizikovej prémie je teda 8,52%.

Tab. 26 Výpočet  $n_{VK}$  pomocou CAPM (Vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
$r_f$	1,38%	1,16%	1,16%	1,16%
$\beta$	0,9722	0,9458	0,9917	0,9888
( $r_m - r_f$ )	8,52%	8,52%	8,52%	8,52%
<b><math>r_{VK}</math> (CAPM)</b>	<b>9,66%</b>	<b>9,22%</b>	<b>9,61%</b>	<b>9,58%</b>

#### b) Stavebnicový model INFA

$$n_{VK} = r_f + r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTR} \quad (11)$$

kde:  $n_{VK}$  – náklady vlastného kapitálu

$r_f$  – bezriziková úroková miera

$r_{LA}$  – riziková prirážka za veľkosť podniku

$r_{POD}$  – riziková prirážka za podnikateľské riziko

$r_{FINSTAB}$  – riziková prirážka za finančnú stabilitu

$r_{FINSTR}$  – riziková prirážka za finančnú štruktúru

Základom stavebnicového modelu INFA je pripočítanie rizikových prirážok k bezrizikovej úrokovej sadzbe. Bezriziková úroková sadzba je takisto ako aj v prípade modelu CAPM daná výnosnosťou desaťročných štátnych dlhopisov, ktoré sú stanovené na základe prognózy Ministerstva financií Slovenskej republiky. Rizikové prirážky sa odvíjajú od jednotlivých ukazovateľov vypočítaných pre danú spoločnosť. Hodnoty týchto prirážok ako aj samotný výsledok nákladov na vlastný kapitál sú uvedené v tabuľke číslo 27.

Tab. 27 Výpočet  $n_{VK}$  pomocou stavebnicového modelu  
(Vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
$r_f$	1,38%	1,16%	1,16%	1,16%
$r_{LA}$	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
$r_{POD}$	3,47%	3,94%	2,78%	2,78%
$r_{FINSTAB}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$r_{FINSTR}$	3,40%	3,09%	3,52%	3,31%
<b><math>n_{VK}</math> (INFA)</b>	<b>13,25%</b>	<b>13,19%</b>	<b>12,46%</b>	<b>12,25%</b>

### Stanovenie nákladov na vlastný kapitál

Na základe výsledkov z týchto dvoch metód môžeme stanoviť náklady na vlastný kapitál. Pre určenie hodnoty nákladov je použitý vážený aritmetický priemer výsledkov, pričom väčšia váha je priradená stavebnicovej metóde. Model CAPM je primárne používaný pre spoločnosti obchodované na burze. Model INFA lepšie zhodnocuje riziká pre konkrétny podnik.

Tab. 28 Určenie nákladov na vlastný kapitál (Vlastné spracovanie)

	Váha	2016	2017	2018
$n_{VK}$ (CAPM)	1	9,22%	9,61%	9,58%
$n_{VK}$ (INFA)	3	13,19%	12,46%	12,25%
<b><math>n_{VK}</math></b>		<b>12,20%</b>	<b>11,75%</b>	<b>11,59%</b>

### 9.2.4 Stanovenie vážených priemerných nákladov na kapitál (WACC)

Na základe predchádzajúcich kapitol, v ktorých je stanovená kapitálová štruktúra, náklady na cudzí kapitál a náklady na vlastný kapitál, je možné určiť priemerná náklady na kapitál. Základom pre výpočet sú teda jednotlivé váhy nákladov a podiel vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom kapitále. Rovnica pre WACC je daná nasledujúcim vzorcom:

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK} * \frac{VK}{K} \quad (12)$$

kde:

$n_{CK}$  - náklady cudzieho kapitálu

$n_{VK}$  - náklady vlastného kapitálu

$d$  - sadzba dane z príjmu

CK - úročený cudzí kapitál

VK - vlastný kapitál

$K$  - celkový kapitál (CK+VK)

V tabuľke 29 je uvedený výpočet priemerných vážených nákladov na kapitál za sledované obdobie. Výsledné WACC sú následne použité pre výpočet EVA a metódu diskontovaného cash flow DCF entity.

Tab. 29 Výpočet WACC (Vlastné spracovanie)

	2016	2017	2018
$n_{CK}$	1,53%	1,53%	1,53%
$d$	22%	22%	22%
Úročený CK	720 571	929 139	945 679
$n_{VK}$	12,20%	11,75%	11,59%
VK	2 298 978	2 377 258	2 449 741
<b>WACC</b>	<b>9,57%</b>	<b>8,78%</b>	<b>8,69%</b>

### 9.3 Odhad tempa rastu „g“

Jedným z najdôležitejších parametrov výnosových modelov oceňovania podniku, je tempo rastu „g“. Kislíngierová vo svojej publikácii opisuje niekoľko spôsobov odhadu tohto parametru.

Keďže tempo rastu sa vzťahuje k celkovému výstupu podniku, čiže celkovým tržbám, môžeme tento parameter určiť aj pomocou predikcie vývoja HDP v stálych cenách, ktoré je upravené o vplyv inflácie. Pre rok 2018, ktorý bude posledným rokom prvej fázy výpočtov, je odhadovaný vývoj HDP na úrovni 3,5% a vývoj inflácie na úrovni 0,9%. Na základe týchto hodnôt stanovíme odhadované tempo rastu na úrovni 4,4%.

Ďalšou používanou metódou, ktorá vychádza zo strategickej analýzy je stanovenie tempa rastu podľa geometrického priemeru tempa rastu tržieb, minulých aj plánovaných.



Vzorec pre výpočet geometrického priemeru je:

$$g = \sqrt[n]{x_1 * x_2 * \dots * x_n} \quad (13)$$

Výsledné tempo rastu v prípade spoločnosti KORA, a. s. touto metódou vychádza 8,8% a priemerné tempo rastu na primárnom trhu je 6,5%. Výhodou tejto metódy je, že dosiahnuté hodnoty sú za normálnych podmienok nižšie ako u aritmetického priemeru, a teda sa do ocenenia pomocou tejto metódy premieta zásada opatrnosti, ktorá je pre investora dôležitá.

Kislingerová uvádza, že tempo rastu je možné okrem iného odhadnúť aj podľa názorov analytika, ktorý môže mať vyššiu vypovedaciu schopnosť, než matematické metódy. Z tohto dôvodu finančný úsek oceňovanej spoločnosti skonštatoval, že tak vysoké tempo rastu na základe výpočtov nemôže predpokladať do nekonečna, a preto odhadol túto hodnotu na úrovni 5% s ohľadom na pozitívny vplyv sociálnych faktorov do budúcnosti spoločnosti.

#### **9.4 Stanovenie hodnoty spoločnosti KORA, a.s. metódou diskontovaných peňažných tokov**

Na základe strategickej a finančnej analýzy je možné považovať spoločnosť KORA, a.s. za podnik, ktorý spĺňa podmienky neobmedzeného trvania podniku, tj. going concern, čo je jednou z podmienok pre ocenenie pomocou výnosových metód.

Metóda diskontovaných peňažných tokov je radená medzi základné výnosové metódy. Táto metóda má dve varianty výpočtu hodnoty spoločnosti. Prvou z nich je metóda DFC entity, jej podstatou je diskontovanie peňažných tokov, ktoré sú k dispozícii vlastníkom a veriteľom spoločnosti. Touto metódou získame brutto hodnotu, teda hodnotu podniku ako celku. Následne je potrebné odpočítať hodnotu cudzieho kapitálu stanoveného ku dňu ocenenia, čím sa získa netto hodnota, hodnota vlastného kapitálu.

V tejto metóde je dôležité rozdeliť budúce obdobie na dve fázy. Prvé obdobie predstavuje obdobie, pre ktoré bol v predchádzajúcich kapitolách zostavený finančný plán. Pre toto obdobie je možné prognózovať voľné peňažné toky v jednotlivých rokoch. Druhá fáza DFC entity je určená pokračujúcou hodnotou a to na základe Parametrického alebo Gordonovho vzorca.

Prvým krokom v nasledujúcich výpočtoch je dôležité vymedziť investovaný prevádzkovo nutný kapitál, ktorý je čerpaný z plánovanej súvahy a korigovaný výsledok hospodárenia po zdanení. Je potrebné rozlíšiť aktíva, ktoré sú pre spoločnosť potrebné a nepotrebné. V dlhodobých aktívach spoločnosti sa nachádza iba vozový park a softvér, ktoré spoločnosť priamo využíva k svojej hlavnej činnosti, čiže tie sa nebudú upravovať a vo výpočtoch sa objaví celá ich hodnota. Z obežných aktív môžeme vidieť, že spoločnosť tu eviduje iba pohľadávky z obchodného styku a tovar, ktoré sú v podstate jej hlavnou činnosťou a finančný majetok. Z pohľadu hotovostnej likvidity vidíme, že jeho hodnota by sa mohla dokonca pohybovať na vyššej úrovni, keďže spoločnosť využíva kontokorentný úver pri nedostatku finančných prostriedkov, preto ani tento nebude upravený a do výpočtov sa taktiež premietne celá jeho plánovaná hodnota. V nasledujúcej tabuľke sú uvedené hodnoty prevádzkovo nutného investovaného kapitálu.

Tab. 30 Výpočet prevádzkovo nutného investovaného kapitálu (Vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
Dlhodobý hmotný majetok	81 442	95 000	91 000	97 000
Dlhodobý nehmotný majetok	4 605	4 300	4 500	4 700
<b>Prevádzkovo nutný dlhodobý majetok</b>	86 047	99 300	95 500	101 700
Zásoby	2 108 356	2 301 011	2 527 359	2 831 657
Pohľadávky	1 031 766	1 265 556	1 390 048	1 557 411
Prevádzkovo nutná výška peňažných prostriedkov	99 384	82 500	88 000	76 500
Krátkodobé záväzky	390 584	685 613	750 510	1 124 713
<b>Pracovný kapitál prevádzkovo nutný</b>	2 848 922	2 963 454	3 254 897	3 340 855
<b>Prevádzkovo nutný investovaný kapitál</b>	<b>2 934 969</b>	<b>3 062 754</b>	<b>3 350 397</b>	<b>3 442 555</b>

Pre výpočet hodnoty podniku touto metódou je potrebné stanoviť diskontnú mieru, ktorú sme určili v predošlej kapitole a taktiež voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov (FCFF – Free Cash Flow to Firm).

Tab. 31 Výpočet voľného peňažného toku do spoločnosti (Vlastné spracovanie)

	2016	2017	2018
Korigovaný prevádzkový VH pred zdanením	348 965	408 145	449 928
- upravená daň z príjmu	76 772	89 792	98 984
= korigovaný prevádzkový VH po zdanení	272 193	318 353	350 944
+ odpisy	40 000	42 000	42 000
<b>= predbežný peňažný tok</b>	<b>312 193</b>	<b>360 353</b>	<b>392 944</b>
+ investície do upraveného pracovného kapitálu	114 532	291 443	85 959
+ investície do upraveného dlhodobého majetku	53 558	38 000	48 000
<b>Voľný peňažný tok do spoločnosti (FCFF)</b>	<b>144 103</b>	<b>30 910</b>	<b>258 985</b>

Ďalším krokom je stanovenie hodnoty pre prvú fázu, ktorú vypočítame diskontovaním voľných peňažných tokov. Tento výpočet je uvedený v tabuľke 32. Diskontná miera je stanovená na úrovni priemerných vážených nákladov na kapitál vypočítaných v predchádzajúcej kapitole, pre každý plánovaný rok osobitne.

Tab. 32 Stanovenie hodnoty prvej fáze metódou DCF entity (Vlastné spracovanie)

	2016	2017	2018
FCFF	144 103	30 910	258 985
Diskontná miera	9,57%	8,78%	8,69%
Odúročiteľ	0,91265	0,84506	0,77878
Diskontované FCFF k 31.12.2015	131 515	26 121	201 693
<b>Súčasná hodnota prvej fáze k 31.12.2015</b>	<b>359 328</b>		

Hodnotu prvej fáze stanovíme súčtom diskontovaných plánovaných voľných peňažných tokov v období 2016 – 2018. Výsledná súčasná hodnota prvej fázy je 359 328 EUR.

Nasleduje výpočet druhej fázy, ktorá je tiež označovaná ako pokračujúca hodnota. Táto fáza môže v konečnom dôsledku ovplyvniť výsledok oveľa viac ako výsledok prvej fázy. Hodnota druhej fázy predstavuje súčasnú hodnotu očakávaných peňažných tokov od konca

prvej fázy až do nekonečna. Táto súčasná hodnota je prepočítaná k dátumu ukončenia prvej fázy.

Jedným z najdôležitejších vstupných parametrov pre výpočet druhej fázy je predpokladané tempo rastu voľného peňažného toku v priebehu celej druhej fázy. Na základe údajov v kapitole 9.3 je stanovené toto tempo rastu na úrovni 5%.

Pri výpočte pokračujúcej hodnoty je ešte potrebné určiť korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia v prvom roku po uplynutí obdobia prognózy ( $KPVH_{T+1}$ ), čisté investície ( $I_{netto\ T+1}$ ), mieru investícií ( $m_I$ ) a ich rentabilitu ( $r_I$ ).

$$KPVH_{2019} = KPVH_{2018} \cdot (1+g) = 350\,944 \cdot (1+0,05) = 368\,491,2 \text{ EUR.}$$

$$I_{netto2019} = K_{2018} \cdot g = 3\,442\,555 \cdot 0,05 = 172\,128 \text{ EUR}$$

$$m_I = I_{netto2019} / KPVH_{2019} = 172\,128 / 368\,491,2 = 46,71 \%$$

$$r_I = g / m_I = 0,05 / 0,46712 = 10,70399 \%$$

Ako uvádza vo svojej publikácii Mařík (2011, s. 186), podmienkou tvorby novej hodnoty pre podnik je, aby rentabilita investovaného kapitálu bola vyššia než náklady vlastného kapitálu. Táto podmienka je v tomto prípade splnená.

Výpočet pokračujúcej hodnoty podľa **Parametrického vzorca**:

$$PH = \frac{KPVH_{2019} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} = \frac{368\,491,2 \cdot \left(1 - \frac{0,05}{0,107039}\right)}{0,0869 - 0,05} = 5\,321\,496 \text{ EUR}$$

Túto hodnotu je potrebné previesť na súčasnú hodnotu, čo predstavuje 4 144 275 EUR.

Výpočet pokračujúcej hodnoty podľa **Gordonovho vzorca**:

V tomto prípade je potrebné stanoviť voľné cash flow v prvom roku druhej fázy ( $FCFF_{T+1}$ ). Tempo rastu a diskontná miera sú rovnaké ako v prípade Parametrického vzorca.

$$FCFF_{2019} = KPVH_{2019} - I_{netto1019} = 368\,491,2 - 172\,128 = 196\,363,2 \text{ EUR}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2019}}{i_k - g} = \frac{196\,363,2}{0,0869 - 0,05} = 5\,321\,496 \text{ EUR}$$

Súčasná hodnota pokračujúcej hodnoty podľa Gordonovho vzorca je 4 144 275 EUR. Obe metódy dávajú rovnakú hodnotu.

Tab. 33 Hodnota vlastného kapitálu spoločnosti KORA, a.s. metódou diskontovaných peňažných tokov (Vlastné spracovanie)

Súčasná hodnota prvej fázy k 31.12.2015	359 328
Súčasná hodnota druhej fázy k 31.12.2015	4 144 275
<b>Prevádzková hodnota brutto</b>	<b>4 503 603</b>
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	790 440
<b>Prevádzková hodnota netto</b>	<b>3 713 163</b>
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	0
<b>Výsledná hodnota vlastného kapitálu k 31.12.2015</b>	<b>3 713 163</b>

## 9.5 Stanovenie hodnoty spoločnosti KORA, a.s. metódou EVA

Ďalšia metóda ocenenia spoločnosti je založená na ekonomickej pridanej hodnote. Ukazovateľ EVA predstavuje čistý výnos z prevádzkovej činnosti spoločnosti znížený o náklady cudzieho a vlastného kapitálu. Medzi metódou EVA a metódou DCF je určitý vzťah. Výsledná hodnota vlastného kapitálu by sa mala za určitých podmienok pohybovať približne na rovnakej úrovni ako pri výpočte metódou diskontovaných voľných cash flow. Týmito podmienkami je použitie rovnakých priemerných nákladov na kapitál, rovnakého zisku a rovnakého prevádzkovo nutného investovaného kapitálu.

Pri stanovení ekonomickej pridanej hodnoty je teda potrebné určiť čisté operatívne aktíva – NOA, ktoré zodpovedajú prevádzkovo nutnému investovanému kapitálu, ďalej musíme stanoviť zisk z hlavnej prevádzky spoločnosti – NOPAT, ktorý zodpovedá korigovanému prevádzkovému výsledku hospodárenia po zdanení (KPVH).

Metóda Eva však ukazuje, aká časť hodnoty je vytvorená už v dobe ocenenia a aká časť hodnoty je tvorená goodwillom.

Metóda EVA pozostáva taktiež z dvoch fáz, kde v prvej vypočítame ukazovateľ EVA za obdobie 2016 až 2018 a diskontujeme ho pomocou WACC na súčasnú hodnotu.

Tab. 34 Výpočet hodnoty EVA pre prvú fázu (Vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
NOPAT		272 193	318 353	350 944
NOA	2 934 969	3 062 754	3 350 397	3 442 555
WACC		9,57%	8,78%	8,69%
WACC x NOA <sub>t-1</sub>		280 922	268 974	291 195
EVA		-8 729	49 379	59 749
Odúročiteľ pre diskontnú mieru		0,9126	0,8451	0,7788
Diskontovaná EVA		-7 966	41 728	46 531
<b>Súčasná hodnota prvej fáze</b>		<b>80 293</b>		

Ako ukazuje Tabuľka 34, ekonomická pridaná hodnota dosiahla v prvom plánovanom roku zápornú hodnotu, pozitívom však je, že v ďalších rokoch sú jej hodnoty už kladné a majú stúpajúcu tendenciu, čo znamená, že vlastníci podniku dosahujú ekonomický zisk.

Druhú fázu tvorí následne výpočet pokračujúcej hodnoty, ktoré je taktiež nutné previesť na súčasnú hodnotu. NOPAT (čistý operatívny zisk po zdanení) a NOA (čisté operatívne aktíva) sú prevzaté z posledného roku finančného plánu a tempo rastu pre výpočet EVA je taktiež stanovené na úrovni 5%.

$$NOPAT_{2019} = NOPAT_{2018} \cdot (1 + g) = 350\,944 \cdot 1,05 = 368\,491,2 \text{ EUR}$$

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - NOA_{2018} \cdot WACC = 368\,491,2 - 3\,442\,555 \cdot 0,0869 = 69\,333 \text{ EUR}$$

$$PH = \frac{EVA_{2019}}{WACC - g} = \frac{69\,333}{0,0869 - 0,05} = 1878948 \text{ EUR}$$

Súčasná hodnota druhej fázy činí 1 463 287 EUR.

K výsledku 1. fázy a 2. fázy, ktorá predstavuje trhovú pridanú hodnotu (MVA), je ešte potrebné pripočítať NOA k dátumu ocenenia, čím dostaneme prevádzkovú hodnotu brutto a odpočítame úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia. Výsledkom je prevádzková hodnota netto, ktorá v prípade spoločnosti KORA, a. s. predstavuje aj výslednú hodnotu vlastného kapitálu k 31.12.2015.

Tab. 35 Hodnota vlastného kapitálu spoločnosti KORA, a. s. metódou EVA (Vlastné spracovanie)

Súčasná hodnota prvej fázy	80 293
Súčasná hodnota druhej fázy	1 463 287
<b>MVA</b>	1 543 580
NOA k dátumu ocenenia	2 934 969
<b>Prevádzková hodnota brutto</b>	4 478 549
Úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia	790 440
<b>Prevádzková hodnota netto</b>	3 688 109
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia	-
<b>Výsledná hodnota vlastného kapitálu k 31.12.2015</b>	<b>3 688 109</b>

## 9.6 Zhrnutie výsledkov použitých metód ocenenia spoločnosti KORA,

### a. s.

Hlavným cieľom práce je zistiť hodnotu spoločnosti pre vlastníkov a veriteľov s ohľadom na dostupné dáta. K oceneniu spoločnosti KORA, a. s. boli použité dve najčastejšie používané výnosové metódy, ktoré som vybrala s ohľadom na tento hlavný cieľ, a to metódu diskontovaných peňažných tokov DCF a metóda založená na ekonomickej pridanej hodnote EVA.

Dôležitým faktorom pre obe metódy je prevádzková činnosť spoločnosti. Ako už bolo uvedené, výsledky použitých metód by mali za určitých podmienok dosahovať rovnaké, resp. v praxi veľmi podobné hodnoty, preto je vhodné vyvodit' z nich jeden súhrnný výsledok.

Výsledky oboch metód vychádzajú z upravených finančných výkazov, pričom korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia v prípade metódy DCF, zodpovedá čistému operatív- nemu zisku po zdanení u metódy EVA a investovaný kapitál prevádzkovo nutný používaný u metódy DCF korešponduje s čistými operatívnymi aktívami používanými v prípade me- tódy EVA.

Výsledné hodnoty získané pomocou oboch metód sa líšia o 25 054 EUR, čo je podľa môj- ho názoru spôsobené zaokrúhľovaním čiastkových výsledkov. Tento rozdiel nepovažujem

za zásadný, pri tak vysokých hodnotách vlastného kapitálu a z tohto dôvodu stanovím výslednú hodnotu ako priemer oboch hodnôt.

Tab. 36 Výsledná hodnota vlastného kapitálu KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)

	Váha	
Hodnota VK metódou DCF	0,5	3 713 163
Hodnota VK metódou EVA	0,5	3 688 109
<b>Výsledná hodnota vlastného kapitálu spoločnosti</b>		<b>3 700 636</b>

### 9.6.1 Analýza citlivosti

Prostredníctvom analýzy citlivosti je možné posúdiť mieru zmien výslednej hodnoty s väzbou na zmenu niektorého zo vstupných parametrov. V našom prípade sú hlavnými faktormi výška diskontnej miery a tempo rastu.

V tabuľke 37. sú uvedené výsledky analýzy citlivosti vlastného kapitálu na zmenu týchto hlavných faktorov o  $\pm 1$  percentuálny bod.

Tab. 37 Analýza citlivosti na zmenu diskontnej miery a zmenu tempa rastu (Vlastné spracovanie)

	Diskontná miera			Tempo rastu		
	-1 p. b.	pôvodná	+1 p. b.	-1 p. b.	pôvodná	+1 p. b.
DCFF	7,69%	8,69%	9,69%	4,00%	5,00%	6,00%
	5 420 997	3 713 163	2 734 028	3 342 900	3 713 163	4 358 744
EVA	7,69%	8,69%	9,69%	4,00%	5,00%	6,00%
	5 395 431	3 688 109	2 709 472	3 317 837	3 688 109	4 333 684

Uvedené výsledky analýzy potvrdzujú teoretické poznatky, že voľba diskontnej miery a tempa rastu je kľúčovým ukazovateľom a veľmi významne ovplyvňuje výsledné ocenenie. Z výpočtov môžeme vidieť, že citlivosť výslednej hodnoty vlastného kapitálu na diskontnú mieru je dokonca výraznejšia ako citlivosť na tempo rastu. Z tohto dôvodu je nutné venovať stanoveniu oboch parametrov vysokú pozornosť, pretože aj zmena v každom desatinnom bode môže zmeniť výslednú hodnotu vlastného kapitálu veľmi výrazne.



## ZÁVER

Diplomová práca bola spracovaná v spoločnosti KORA, a. s., ktorá sa zaoberá distribúciou chemicko-technologických produktov. Cieľom tejto diplomovej práce bolo stanoviť trhovú hodnotu spoločnosti k 31.12.2015 pomocou vybraných výnosových metód oceňovania. Výsledky tohto oceňovania budú slúžiť k informatívnym účelom spoločníkov podniku.

Teoretická časť tejto práce je venovaná základným informáciám o problematike oceňovania a všetky kroky v nej popísané vedú k stanoveniu trhovej hodnoty podniku. Táto časť vymedzuje základné pojmy, popisuje jednotlivé postupy oceňovania a poskytuje teoretický základ pre analytickú a projektovú časť diplomovej práce. Ako naznačuje už samotný názov, práca je zameraná predovšetkým výnosovým metódam oceňovania, a preto im je venovaná väčšia pozornosť.

Úvod praktickej časti je venovaný charakteristike oceňovanej spoločnosti KORA, a. s. Analytickú časť práce tvorí strategická analýza a finančná analýza. Strategická analýza sa skladá z analýzy makroekonomického prostredia, ktorá popisuje vplyvy pôsobiace na oceňovanú spoločnosť. Ďalším krokom je vymedzenie relevantného trhu, ktorý je podľa klasifikácie ekonomických činností zaradený do skupiny SK-NACE 46.7 Ostatný špecializovaný veľkoobchod. Z analýzy atraktivity trhu vyplynulo, že relevantný trh je stabilný a oceňovaná spoločnosť sa podľa tejto analýzy nachádza veľmi mierne pod priemerom. Pomocou regresnej analýzy boli stanovené faktory nutné pre výpočet prognózy trhu. V ďalšej kapitole bola vymedzená konkurenčná štruktúra, vnútorný potenciál, ktorý dosahuje mierne nadpriemerné hodnoty a bol stanovený trhovú podiel oceňovanej spoločnosti.

Finančná analýza zhodnotila finančné zdravie podniku na základe absolútnych, rozdielových, pomerových a súhrnných ukazovateľov v období rokov 2009 – 2015. Z výsledkov tejto analýzy je možné považovať oceňovanú spoločnosť za finančne zdravú a perspektívnu, čo je predpokladom pre samotné ocenenie.

Na základe údajov strategickej a finančnej analýzy a predikcie vývoja bol zostavený finančný plán spoločnosti na obdobie 2016 – 2018. Priemerné tempo rastu tržieb bolo stanovené na úrovni 11,20%. Základom strategického plánu je prognóza budúceho vývoja tržieb za predaj tovaru, keďže v tomto prípade ide o distribučnú spoločnosť, a od nich sa odvíja aj vývoj nákladov súvisiacich s predajom tovaru. Ostatné položky plánu sú odvodené od plánu čistého pracovného kapitálu.

Projektová časť diplomovej práce je venovaná samotnému oceneniu spoločnosti pomocou najčastejšie používaných výnosových metód, medzi ktoré patria metóda diskontovaných peňažných tokov a metóda ekonomickej pridanej hodnoty. Na začiatok bola stanovená diskontná miera pre plánované obdobie pomocou vážených priemerných nákladov (WACC). Následne bolo možné pristúpiť k oceneniu spoločnosťou pomocou jednotlivých metód. V rámci týchto metód bola hodnota podniku vyčíslená nasledovne:

Metódy diskontovaných peňažných tokov:

Metóda ekonomickej pridanej hodnoty:

Výsledná hodnota oceňovanej spoločnosti KORA, a. s. ako perspektívneho a zdravého podniku bola k 31.12.2015 stanovená na základe metód diskontovaných peňažných tokov a ekonomickej pridanej hodnoty vo výške **3 700 636 EUR**, čím považujem vytýčený cieľ tejto práce za splnený.

## ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY

### Knižné zdroje

BREALEY, Richard A, Stewart C MYERS a Franklin ALLEN. *Principles of corporate finance*. 11th ed. New York: McGraw-Hill Irwin, 2014, 1 v. (various pagings). ISBN 0078034760.

COPELAND, Thomas E, Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: Wiley, 2000, xvi, 490 p. ISBN 0471361909.

DAMODARAN, Aswath. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock and profit*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, 2011, xvii, 230 p. ISBN 9781118004777.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2., upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

FOTR, Jiří. *Strategické finanční plánování*. Vyd. 1. Praha: Grada, 1999, 149 s. Manažer. ISBN 80-7169-694-3.

FOTR, Jiří. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 381 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.

GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008, xiii, 135 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001, xvi, 366 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 205 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3349-4.

KOLLER, Tim. *Valuation workbook: step-by-step exercises and tests to help you master valuation*. 5th ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 2011, xi, 241 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.

KŘISTEK, Lukáš. Firma, podnik, společnost. *Oceňování*. 2010, roč. 3, č. 3, s. 27-35. ISSN 1803-0785.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2003, 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, Miloš et al., 2011. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, 215 s. Finance (Grada). ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Podnikové finance: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 4., nezměn. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2008, 293 s. ISBN 978-80-7318-732-3.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

PLANIČKA, Pavel. Teoretická východiska stanovení bezrizikové výnosové míry. *Oceňování*. 2011, roč. 4, č. 1, s. 54-66. ISSN 1803-0785.

PETŘÍK, Tomáš, 2009. *Ekonomické a finanční řízení firmy. Využití v praxi*. Vyd 2. Praha: Grada Publishing, a.s. ISBN 978-80-247-3024-0.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 118 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-1386-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha: Computer Press, 2001, ix, 220 s. Praxe manažera (Computer Press). ISBN 80-7226-562-8.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2006, xi, 121 s. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-367-1.

VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999, 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

VOCHOZKA, Marek a Petr MULAČ. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 570 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4372-1.

WÖHE, Günter a Eva KISLINGEROVÁ. *Úvod do podnikového hospodářství*. 2., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2007, xxix, 928 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7179-897-2.

### **Elektronické zdroje**

DAMODARAN, Aswath. Topics: What Is Valuation?. *Damodaran Online* [online]. January 2016 [2012-01-07]. Dostupné z: <http://pages.stem.nyu.edu/~adamodar/>

*Kora* [online]. 2015 [cit. 2016-01-14]. Dostupné z: <http://www.kora.sk/>

KRAMNÁ, Eva, 2011. *Oceňování podniku [elektronická skripta]*. Zlín [cit. 2013-04-26]. Dostupné z: [http://vyuka.fame.utb.cz/file.php/384/Skripta\\_ocenovani\\_podniku.pdf](http://vyuka.fame.utb.cz/file.php/384/Skripta_ocenovani_podniku.pdf)

*Ministerstvo hospodárstva Slovenskej republiky* [online]. 2016 [cit. 2016-01-14]. Dostupné z: <http://www.mhsr.sk/>

*Ministerstvo financií Slovenskej republiky* [online]. 2016 [cit. 2016-01-14]. Dostupné z: <http://www.mfsr.sk/>

*Národná banka Slovenska* [online]. ©2016 [cit. 2016-01-14]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/>

*Register účtovných závierok* [online]. ©2011-2016 [cit. 2016-01-14]. Dostupné z: <http://www.registeruz.sk/>

*Štatistický úrad Slovenskej republiky* [online]. ©2016 [cit. 2016-01-14]. Dostupné z: [www.statistics.sk/](http://www.statistics.sk/)

### **Interné zdroje spoločnosti**

**ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK**

APV	Upravená súčasná hodnota
C	Celkový kapitál
CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
CK	Cudzí kapitál
CZ	Cudzie zdroje
ČPK	Čistý pracovný kapitál
DCF	Diskontované peňažné toky
DHM	Dlhodobý hmotný majetok
DNM	Dlhodobý nehmotný majetok
EAT	Čistý zisk
EBT	Zisk pred zdanením
EBIT	Zisk pred úrokmi a zdanením
EBITDA	Zisk pred úrokmi, odpismi a zdanením
EU	Európska únia
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
FCF	Voľné peňažné toky
FCFE	Voľné peňažné toky pre vlastníkov spoločnosti
FCFF	Voľné peňažné toky na úrovni spoločnosti (pre vlastníkov a veriteľov)
g	Tempo rastu
HDP	Hrubý domáci produkt
IČO	Identifikačné číslo organizácie
ISO	International Organization for Standardization
KPVH	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
MVA	Trhová pridaná hodnota

---

NBS	Národní banka Slovenska
NOA	Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Čistý prevádzkový zisk po zdanení
OA	Obežné aktíva
PH	Pokračujúca hodnota
ROA	Rentabilita aktív
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROS	Rentabilita tržieb
RT	Relevantný trh
SK-NACE	Klasifikácia ekonomických činností
VK	Vlastný kapitál
VH	Výsledok hospodárenia
WACC	Vážená priemerné náklady na kapitál

**ZOZNAM OBRÁZKOV**

<i>Obr. 1 Vzťah objektivizovanej hodnoty a subjektívneho ocenenia (Vochozka, 2012)</i> .....	18
<i>Obr. 2 Hlavné funkcie oceňovania podľa Kolínskej školy (Mařík, 2011, s. 31)</i> .....	19
<i>Obr. 3 Postup pri oceňovaní podniku podľa Maříka (Vlastné spracovanie)</i> .....	24
<i>Obr. 4 Postu pri oceňovaní podniku (Kislingerová, 2001, s. 26)</i> .....	25
<i>Obr. 5 Potenciál vývoja podniku podľa Maříka (Vlastné spracovanie)</i> .....	27
<i>Obr. 6 Varianty stanovenia hodnoty metódami DCF (Dluhošová, 2008, s. 149)</i> .....	35
<i>Obr. 7 Organizačná štruktúra spoločnosti KORA, a. s. (Výročná správa spoločnosti)</i> .....	50
<i>Obr. 8 Štruktúra EBIT spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	70
<i>Obr. 9 Vývoj doby obratu zásob, pohľadávok a záväzkov spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	73
<i>Obr. 10 Z-score spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	74
<i>Obr. 11 Index IN99 spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	75



**ZOZNAM TABULIEK**

<i>Tab. 1 Základné metódy pre oceňovanie podniku (Mařík, 2003, s. 29)</i> .....	32
<i>Tab. 2 Výpočet voľného peňažného toku (Mařík, 2003, s. 150)</i> .....	36
<i>Tab. 3 Výpočet výslednej hodnoty podniku metódou DCF entity podľa Maříka (Vlastné spracovanie)</i> .....	38
<i>Tab. 4 Výpočet FCFE (Mařík, 2003, s. 171)</i> .....	39
<i>Tab. 5 Segmenty spoločnosti KORA a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	49
<i>Tab. 6 Hodnota vybraných ukazovateľov pre rok 2009-2015 a ich predikcia pre rok 2016-2018 (Vlastné spracovanie podľa Národná banka Slovenska 2015)</i> .....	52
<i>Tab. 7 Vymedzenie relevantného trhu (Vlastné spracovanie)</i> .....	54
<i>Tab. 8 Odhad priemerného tempa rastu relevantného trhu (Vlastné spracovanie)</i> .....	55
<i>Tab. 9 Analýza atraktivity trhu oceňovaného podniku (Vlastné spracovanie)</i> .....	57
<i>Tab. 10 Prognóza vývoja tržieb Relevantného trhu (Vlastné spracovanie)</i> .....	59
<i>Tab. 11 Trhový podiel spoločnosti KORA, a.s. (RT – SK-NACE 46)</i> .....	60
<i>Tab. 12 Trhový podiel spoločnosti KORA, a. s. (RT – SK-NACE 46.7)</i> .....	60
<i>Tab. 13 Analýza konkurenčnej sily oceňovaného podniku (Vlastné spracovanie)</i> .....	62
<i>Tab. 14 Prognóza trhového podielu spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	64
<i>Tab. 15 Posúdenie perspektívy spoločnosti na základe trhovej pozície (Vlastné spracovanie)</i> .....	65
<i>Tab. 16 Predikcia tržieb spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	66
<i>Tab. 17 Vývoj výsledku hospodárenia v rokoch 2009-2015 (Vlastné spracovanie)</i> .....	69
<i>Tab. 18 Vývoj ČPK v rokoch 2009 – 2015 (Vlastné spracovanie)</i> .....	70
<i>Tab. 19 Vývoj likvidity v rokoch 2009 až 2015 (Vlastné spracovanie)</i> .....	71
<i>Tab. 20 Ukazovatele rentability v rokoch 2009 až 2015 (Vlastné spracovanie)</i> .....	72
<i>Tab. 21 Vývoj zadlženosti spoločnosti v rokoch 2009 až 2015 (Vlastné spracovanie)</i> .....	73
<i>Tab. 22 Porovnanie vybraných pomerových ukazovateľov spoločnosti KORA, a. s. a odvetvia SK NACE 46 za rok 2015 (Vlastné spracovanie, Slovstat, 2016)</i> .....	76
<i>Tab. 23 Finančná analýza plánu spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	82
<i>Tab. 24 Skladba kapitálovej štruktúry spoločnosti KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	84
<i>Tab. 25 Výpočet koeficientu beta (Vlastné spracovanie)</i> .....	85
<i>Tab. 26 Výpočet <math>n_{VK}</math> pomocou CAPM (Vlastné spracovanie)</i> .....	86
<i>Tab. 27 Výpočet <math>n_{VK}</math> pomocou stavebnicového modelu (Vlastné spracovanie)</i> .....	87
<i>Tab. 28 Určenie nákladov na vlastný kapitál (Vlastné spracovanie)</i> .....	87

<i>Tab. 29 Výpočet WACC (Vlastné spracovanie)</i> .....	88
<i>Tab. 30 Výpočet prevádzkovo nutného investovaného kapitálu (Vlastné spracovanie)</i> .....	90
<i>Tab. 31 Výpočet voľného peňažného toku do spoločnosti (Vlastné spracovanie)</i> .....	91
<i>Tab. 32 Stanovenie hodnoty prvej fáze metódou DCF entity (Vlastné spracovanie)</i> .....	91
<i>Tab. 33 Hodnota vlastného kapitálu spoločnosti KORA, a.s. metódou diskontovaných peňažných tokov (Vlastné spracovanie)</i> .....	93
<i>Tab. 34 Výpočet hodnoty EVA pre prvú fázu (Vlastné spracovanie)</i> .....	94
<i>Tab. 35 Hodnota vlastného kapitálu spoločnosti KORA, a. s. metódou EVA (Vlastné spracovanie)</i> .....	95
<i>Tab. 36 Výsledná hodnota vlastného kapitálu KORA, a. s. (Vlastné spracovanie)</i> .....	96
<i>Tab. 37 Analýza citlivosti na zmenu diskontnej miery a zmenu tempa rastu (Vlastné spracovanie)</i> .....	96

## ZOZNAM PRÍLOH

Príloha P I: Súvaha spoločnosti KORA, a. s. 2009 – 2015

Príloha P II: Výkaz ziskov a strát spoločnosti KORA, a. s. 2009 – 2015

Príloha P III: Horizontálna analýza súvahy spoločnosti KORA, a. s. 2009 – 2015

Príloha P IV: Vertikálna analýza súvahy spoločnosti KORA, a. s. 2009 - 2015

Príloha P V: Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát spoločnosti KORA, a. s.  
2009 - 2015

Príloha P VI: Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát spoločnosti KORA, a. s.  
2009 - 2015

Príloha P VII: Výstupy štatistických výpočtov v programe XLStatistics

Príloha P VIII: Finančný plán výkazu ziskov a strát spoločnosti KORA, a. s. 2016 – 2018

Príloha P IX: Finančný plán súvahy spoločnosti KORA, a. s. 2016 – 2018

Príloha P X: Finančný plán cash flow spoločnosti KORA, a.s. 2016 – 2018

## PRÍLOHA P I: SÚVAHA SPOLOČNOSTI KORA, A. S. 2009 – 2015

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	<b>AKTÍVA</b>							
<b>A.</b>	<b>Neobežný majetok</b>	<b>251 255</b>	<b>457 592</b>	<b>430 671</b>	<b>64 243</b>	<b>27 604</b>	<b>115 762</b>	<b>86 047</b>
<b>A.I.</b>	<b>Dlhodobý nehmotný majetok</b>	<b>2 903</b>	<b>-</b>	<b>2 848</b>	<b>2 136</b>	<b>1 424</b>	<b>3 062</b>	<b>4 605</b>
A.I.1.	Aktivované náklady							
2.	Softvér	2 903	-	2 848	2 136	1 424	3 062	4 605
3.	Oceniteľné práva							
5.	Ostatný DNM							
<b>A.II.</b>	<b>Dlhodobý hmotný majetok</b>	<b>43 217</b>	<b>102 457</b>	<b>72 688</b>	<b>62 107</b>	<b>26 180</b>	<b>112 700</b>	<b>81 442</b>
A.II.1	Pozemky							
2.	Stavby							
3.	Samost. hnuiteľné veci a súbory HV	43 217	83 107	72 655	62 107	26 180	112 700	81 442
7.	Obstarávaný DHM		19 350	33				
<b>A.III.</b>	<b>Dlhodobý finančný majetok</b>	<b>205 135</b>	<b>355 135</b>	<b>355 135</b>				
<b>B.</b>	<b>Obežný majetok</b>	<b>2 559 101</b>	<b>2 890 722</b>	<b>3 425 459</b>	<b>3 180 716</b>	<b>2 639 820</b>	<b>3 010 501</b>	<b>3 284 367</b>
<b>B.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>1 262 342</b>	<b>1 634 792</b>	<b>1 741 653</b>	<b>1 588 106</b>	<b>1 595 544</b>	<b>1 965 191</b>	<b>2 108 356</b>
B.I.1.	Materiál							
3.	Výrobky							
4.	Zvieratá							
5.	Tovar	1 262 342	1 634 792	1 741 653	1 588 106	1 595 544	1 965 191	2 108 356
<b>B.II.</b>	<b>Dlhodobé pohľadávky</b>						<b>4 400</b>	<b>4 400</b>
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé pohľadávky</b>	<b>1 090 374</b>	<b>1 124 751</b>	<b>1 319 888</b>	<b>1 358 629</b>	<b>947 849</b>	<b>952 106</b>	<b>1 072 227</b>
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	1 052 902	1 080 716	1 319 045	1 310 726	935 454	901 303	1 031 766
6.	Daňové pohľadávky a dotácie	37 140	43 703	17	47 108	11 695	49 761	39 773
8.	Iné pohľadávky	332	332	826	795	700	1 042	688
<b>B.IV.</b>	<b>Finančný majetok</b>	<b>206 385</b>	<b>131 179</b>	<b>363 918</b>	<b>233 981</b>	<b>96 427</b>	<b>88 804</b>	<b>99 384</b>
B.IV.1.	Peniaze	5 691	4 239	3 377	4 451	3 014	3 868	2 006
2.	Bankové účty	200 694	126 940	360 541	229 530	93 413	84 936	97 378
<b>C.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>82 718</b>	<b>85 418</b>	<b>145 236</b>	<b>92 582</b>	<b>71 002</b>	<b>3 572</b>	<b>43 587</b>
C.1.	Náklady budúcich období	1 880	3 300	9 533	2 984	2 476	4 680	3 765
2.	Príjmy budúcich období	80 838	82 118	135 703	89 598	68 526	- 1 108	39 822
	<b>Majetok spolu</b>	<b>2 893 074</b>	<b>3 433 732</b>	<b>4 001 366</b>	<b>3 337 541</b>	<b>2 738 426</b>	<b>3 129 835</b>	<b>3 414 001</b>
	<b>PASÍVA</b>							
<b>A.</b>	<b>Vlastné imanie</b>	<b>2 581 943</b>	<b>2 592 498</b>	<b>3 101 608</b>	<b>2 811 326</b>	<b>2 250 264</b>	<b>2 032 644</b>	<b>2 208 403</b>
<b>A.I</b>	<b>Základné imanie</b>	<b>66 388</b>	<b>66 388</b>	<b>66 388</b>	<b>66 388</b>	<b>66 388</b>	<b>66 388</b>	<b>66 388</b>
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>16 647</b>	<b>16 647</b>	<b>16 647</b>	<b>16 647</b>	<b>16 647</b>	<b>16 647</b>	<b>16 647</b>
A.II.1.	Emisné ážio							
2.	Ostatné kapitálové fondy	16 647	16 647	16 647	16 647	16 647	16 647	16 647
3.	Zákonný rezervný fond (Nedeliteľný f.)							
<b>A.III.</b>	<b>Fondy zo zisku</b>	<b>13 278</b>	<b>13 278</b>	<b>13 278</b>	<b>13 278</b>	<b>13 278</b>	<b>13 278</b>	<b>13 278</b>
A.III.1.	Zákonný rezervný fond	13 278	13 278	13 278	13 278	13 278	13 278	13 278
2.	Nedeliteľný fond							
3.	Štatutárne fondy							
<b>A.IV.</b>	<b>VH minulých rokov</b>	<b>2 163 916</b>	<b>2 325 631</b>	<b>2 496 184</b>	<b>2 488 751</b>	<b>1 904 688</b>	<b>1 832 391</b>	<b>1 866 331</b>
A.IV.1.	Nerozdelený zisk m. r.	2 163 916	2 325 631	2 504 101	2 488 751	1 904 688	1 846 984	1 866 331
2.	Neuhradená strata m. r.			- 7 917			- 14 593	
<b>A.V.</b>	<b>VH za účtovné obdobie</b>	<b>321 714</b>	<b>170 554</b>	<b>509 111</b>	<b>226 262</b>	<b>249 263</b>	<b>103 940</b>	<b>245 759</b>
<b>B.</b>	<b>Cudzie zdroje</b>	<b>308 555</b>	<b>840 469</b>	<b>899 141</b>	<b>525 792</b>	<b>488 281</b>	<b>1 096 587</b>	<b>1 205 246</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>4 582</b>	<b>6 998</b>	<b>12 033</b>	<b>16 299</b>	<b>16 414</b>	<b>17 143</b>	<b>15 147</b>
B.I.1.	Rezervy krátkodobé	4 582	6 998	12 033	16 299	16 414	17 143	15 147
2.	Rezervy dlhodobé							
<b>B.II.</b>	<b>Dlhodobé záväzky</b>	<b>13 514</b>	<b>7 020</b>	<b>3 340</b>	<b>10 781</b>	<b>10 176</b>	<b>8 462</b>	<b>9 075</b>
B.II.5	Ost. dlh., záv. v rámci konsol. celku				6 473	6 829	6 890	6 972
9.	Záväzky zo sociálneho fondu	2 671	3 326	3 340	4 308	3 329	1 572	2 103
10.	Ostatné dlhodobé záväzky	11 454	4 425			18		
11.	Odložený daňový záväzok	- 611	- 731					
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé záväzky</b>	<b>290 459</b>	<b>826 451</b>	<b>883 768</b>	<b>498 712</b>	<b>296 651</b>	<b>261 392</b>	<b>390 584</b>
B.III.1.	Záväzky z obchodného styku	241 867	758 469	712 818	401 165	270 362	227 156	352 630
3.	Nevyfakturované dodávky							
6.	Záv. voči spoločníkom a združeniu		720	5 245				
7.	Záväzky voči zamestnancom	6 026	10 622	13 746	15 021	13 139	18 162	19 648
8.	Záväzky zo sociálneho poistenia	4 363	6 003	9 951	9 181	10 001	12 477	13 583
9.	Daňové záväzky a dotácie	38 203	50 637	142 008	73 345	3 149	3 597	4 723

10.	Ostatné záväzky							
<b>B.IV.</b>	<b>Krátkodobé finančné výpomoci</b>					<b>55</b>	<b>17</b>	
<b>B.V.</b>	<b>Bankové úvery</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>164 985</b>	<b>809 573</b>	<b>790 440</b>
B.V.1.	Bankové úvery dlhodobé						38 640	10 753
2.	Bežné bankové úvery					164 985	770 933	779 687
<b>C.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>	<b>2 576</b>	<b>765</b>	<b>617</b>	<b>423</b>	<b>- 119</b>	<b>604</b>	<b>352</b>
C.1	Výdavky budúcich období	2 576	765	617	423	- 119	604	352
C.2.	Výnosy budúcich období							
	<b>Vlastné imanie a záväzky spolu</b>	<b>2 893 074</b>	<b>3 433 732</b>	<b>4 001 366</b>	<b>3 337 541</b>	<b>2 738 426</b>	<b>3 129 835</b>	<b>3 414 001</b>

**PRÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKOV A STRÁT SPOLOČNOSTI KORA,  
A.S. 2009 – 2015**

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I.	Tržby za predaj tovaru	5 619 445	6 427 777	9 417 180	8 480 500	9 724 464	10 100 217	12 056 302
A.	Náklady na obstaranie tovaru	4 728 996	5 543 363	8 083 259	7 325 444	8 671 010	9 018 150	10 741 819
+	<b>Obchodná marža</b>	<b>890 449</b>	<b>884 414</b>	<b>1 333 921</b>	<b>1 155 056</b>	<b>1 053 454</b>	<b>1 082 067</b>	<b>1 314 483</b>
<b>II.</b>	<b>Výroba</b>	<b>16 487</b>	<b>13 710</b>	<b>281 318</b>	<b>104 693</b>	<b>23 870</b>	<b>14 470</b>	<b>11 942</b>
II.1.	Tržby za predaj vl. Výrobov a služieb	16 487	13 710	281 318	104 693	23 870	14 470	11 942
3.	Aktivácia							
<b>B.</b>	<b>Výrobná spotreba</b>	<b>302 908</b>	<b>349 802</b>	<b>519 877</b>	<b>445 762</b>	<b>377 261</b>	<b>501 063</b>	<b>507 633</b>
B.1.	Spotreba mat., energie	21 854	39 318	49 878	45 587	39 665	74 955	72 606
	Op k zásobám						20 000	
2.	Služby	281 054	310 484	469 999	400 175	337 596	406 108	435 027
+	<b>Pridaná hodnota</b>	<b>604 028</b>	<b>548 322</b>	<b>1 095 362</b>	<b>813 987</b>	<b>700 063</b>	<b>595 474</b>	<b>818 792</b>
C.	Osobné náklady	153 484	200 994	342 719	350 251	336 851	377 996	436 969
C.1.	Mzdové náklady	111 480	150 148	258 233	260 647	245 961	275 435	315 157
3.	Náklady na soc. Poistenie	38 736	47 378	80 030	84 600	85 722	96 436	115 045
4.	Sociálne náklady	3 268	3 468	4 456	5 004	5 168	6 125	6 767
D.	Dane a poplatky	1 844	1 412	3 669	3 212	2 490	3 950	4 310
E.	Odpisy a OP k DM	43 214	44 578	45 806	39 299	36 716	37 874	40 473
III.	Tržby z predaja DM a mat.	3 500	7 500				5 100	100
F.	Zostatková cena predaného maj. a mat.							
G.	Tvorba a zúčtovanie OP		82 495	75 130	17 451	3 368	2 198	
IV.	Ostatné výnosy z hosp. činnosti	4 918	3 351	7 837	8 539	31 249	1 993	5 643
H.	Ostatné náklady na hosp. činnosť	5 396	19 171	1 949	97 041	4 738	24 290	20 730
*	<b>Výsledok hospodárenia z hosp. činnosti</b>	<b>408 508</b>	<b>210 523</b>	<b>633 926</b>	<b>315 272</b>	<b>347 149</b>	<b>156 259</b>	<b>322 053</b>
X.	Výnosové úroky	9 717	13 592	20 855	1 133	257	15	5
N.	Nákladové úroky	3 902	2 066	7 564	61	1 191	5 911	5 572
XI.	Kurzové zisky	2 292	4 467	3 218	2 984	2 610	4 001	4 372
O.	Kurzové straty	8 281	1 938	3 698	3 912	4 043	5 249	4 609
XII.	Ostatné výnosy z fin. činnosti	1 133	29		14	299		3
P.	Ostatné náklady na fin. činnosť	9 591	11 556	14 301	14 883	14 944	6 847	5 750
*	<b>Výsledok hospodárenia z fin. činnosti</b>	<b>- 8 632</b>	<b>2 528</b>	<b>- 1 490</b>	<b>- 14 725</b>	<b>- 17 012</b>	<b>- 13 991</b>	<b>- 11 551</b>
*	<b>VH z bežnej činnosti pred zdanením</b>	<b>399 876</b>	<b>213 051</b>	<b>632 436</b>	<b>300 547</b>	<b>330 137</b>	<b>142 268</b>	<b>310 502</b>
S.	Daň z príjmov z bežnej činnosti	78 162	42 497	123 325	74 611	80 874	38 328	64 743
S.1.	splatná	77 944	42 616	122 594	74 611	80 874	42 728	64 743
2.	odložená	218	- 119	731			- 4 400	
*	<b>Výsledok hospodárenia z bežnej činnosti</b>	<b>321 714</b>	<b>170 554</b>	<b>509 111</b>	<b>225 936</b>	<b>249 263</b>	<b>103 940</b>	<b>245 759</b>
XIV.	Mimoriadne výnosy				326			
T.	Mimoriadne náklady							
*	<b>VH z mimoriadnej činnosti</b>				<b>326</b>			
***	<b>VH za účtovné obdobie pred zdanením</b>	<b>399 876</b>	<b>213 051</b>	<b>632 436</b>	<b>300 873</b>	<b>330 137</b>	<b>142 268</b>	<b>310 502</b>
***	<b>VH za účtovné obdobie po zdanení</b>	<b>321 714</b>	<b>170 554</b>	<b>509 111</b>	<b>226 262</b>	<b>249 263</b>	<b>103 940</b>	<b>245 759</b>







## PRÍLOHA P IV: VERTIKÁLNA ANALÝZA SÚVAHY SPOLOČNOSTI KORA, A. S. 2009 - 2015

		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	<b>AKTÍVA</b>	2 893 074	100,00%	3 433 732	100,00%	4 001 366	100,00%	3 337 541	100,00%	2 738 426	100,00%	3 129 835	100,00%	3 414 001	100,00%
<b>A.</b>	<b>Neobežný majetok</b>	251 255	8,68%	457 592	13,33%	430 671	10,76%	64 243	1,92%	27 604	1,01%	115 762	3,70%	86 047	2,52%
<b>A.I.</b>	<b>Dlhodobý nehmotný majetok</b>	2 903	0,10%	-	0,00%	2 848	0,07%	2 136	0,06%	1 424	0,05%	3 062	0,10%	4 605	0,13%
A.I.1.	Aktivované náklady														
2.	Softvér	2 903	0,10%	-	0,00%	2 848	0,07%	2 136	0,06%	1 424	0,05%	3 062	0,10%	4 605	0,13%
3.	Oceniteľné práva														
5.	Ostatný DNM														
<b>A.II.</b>	<b>Dlhodobý hmotný majetok</b>	43 217	1,49%	102 457	2,98%	72 688	1,82%	62 107	1,86%	26 180	0,96%	112 700	3,60%	81 442	2,39%
A.II.1	Pozemky														
2.	Stavby														
3.	Samos. hnutelné veci a súbory HV	43 217	1,49%	83 107	2,42%	72 655	1,82%	62 107	1,86%	26 180	0,96%	112 700	3,60%	81 442	2,39%
7.	Obstarávaný DHM		0,00%	19 350	0,56%	33	0,00%		0,00%		0,00%				
<b>A.III.</b>	<b>Dlhodobý finančný majetok</b>	205 135	7,09%	355 135	10,34%	355 135	8,88%		0,00%		0,00%				
<b>B.</b>	<b>Obežný majetok</b>	2 559 101	88,46%	2 890 722	84,19%	3 425 459	85,61%	3 180 716	95,30%	2 639 820	96,40%	3 010 501	96,19%	3 284 367	96,20%
<b>B.I.</b>	<b>Zásoby</b>	1 262 342	43,63%	1 634 792	47,61%	1 741 653	43,53%	1 588 106	47,58%	1 595 544	58,27%	1 965 191	62,79%	2 108 356	61,76%
B.I.1.	Materiál														
3.	Výrobky														
4.	Zvieratá														
5.	Tovar	1 262 342	43,63%	1 634 792	47,61%	1 741 653	43,53%	1 588 106	47,58%	1 595 544	58,27%	1 965 191	62,79%	2 108 356	61,76%
<b>B.II.</b>	<b>Dlhodobé pohľadávky</b>											4 400	0,14%	4 400	0,13%
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé pohľadávky</b>	1 090 374	37,69%	1 124 751	32,76%	1 319 888	32,99%	1 358 629	40,71%	947 849	34,61%	952 106	30,42%	1 072 227	31,41%
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	1 052 902	36,39%	1 080 716	31,47%	1 319 045	32,96%	1 310 726	39,27%	935 454	34,16%	901 303	28,80%	1 031 766	30,22%
6.	Daňové pohľadávky a dotácie	37 140	1,28%	43 703	1,27%	17	0,00%	47 108	1,41%	11 695	0,43%	49 761	1,59%	39 773	1,16%
8.	Iné pohľadávky	332	0,01%	332	0,01%	826	0,02%	795	0,02%	700	0,03%	1 042	0,03%	688	0,02%
<b>B.IV.</b>	<b>Finančný majetok</b>	206 385	7,13%	131 179	3,82%	363 918	9,09%	233 981	7,01%	96 427	3,52%	88 804	2,84%	99 384	2,91%
B.IV.1.	Peniaze	5 691	0,20%	4 239	0,12%	3 377	0,08%	4 451	0,13%	3 014	0,11%	3 868	0,12%	2 006	0,06%
	Bankové účty	200 694	6,94%	126 940	3,70%	360 541	9,01%	229 530	6,88%	93 413	3,41%	84 936	2,71%	97 378	2,85%
<b>C.</b>	<b>Časové rozlíšenie</b>	82 718	2,86%	85 418	2,49%	145 236	3,63%	92 582	2,77%	71 002	2,59%	3 572	0,11%	43 587	1,28%
C.1.	Náklady budúcich období	1 880	0,06%	3 300	0,10%	9 533	0,24%	2 984	0,09%	2 476	0,09%	4 680	0,15%	3 765	0,11%
C.2.	Príjmy budúcich období	80 838	2,79%	82 118	2,39%	135 703	3,39%	89 598	2,68%	68 526	2,50%	- 1 108	-0,04%	39 822	1,17%
	<b>PASÍVA</b>	2 893 074	100,00%	3 433 732	100,00%	4 001 366	100,00%	3 337 541	100,00%	2 738 426	100,00%	3 129 835	100,00%	3 414 001	100,00%
<b>A.</b>	<b>Vlastné imanie</b>	2 581 943	89,25%	2 592 498	75,50%	3 101 608	77,51%	2 811 326	84,23%	2 250 264	82,17%	2 032 644	64,94%	2 208 403	64,69%
<b>A.I</b>	<b>Základné imanie</b>	66 388	2,29%	66 388	1,93%	66 388	1,66%	66 388	1,99%	66 388	2,42%	66 388	2,12%	66 388	1,94%
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	16 647	0,58%	16 647	0,48%	16 647	0,42%	16 647	0,50%	16 647	0,61%	16 647	0,53%	16 647	0,49%
A.II.1.	Emisné ážio														
2.	Ostatné kapitálové fondy	16 647	0,58%	16 647	0,48%	16 647	0,42%	16 647	0,50%	16 647	0,61%	16 647	0,53%	16 647	0,49%
3.	Zákonný rezervný fond														
<b>A.III.</b>	<b>Fondy zo zisku</b>	13 278	0,46%	13 278	0,39%	13 278	0,33%	13 278	0,40%	13 278	0,48%	13 278	0,42%	13 278	0,39%

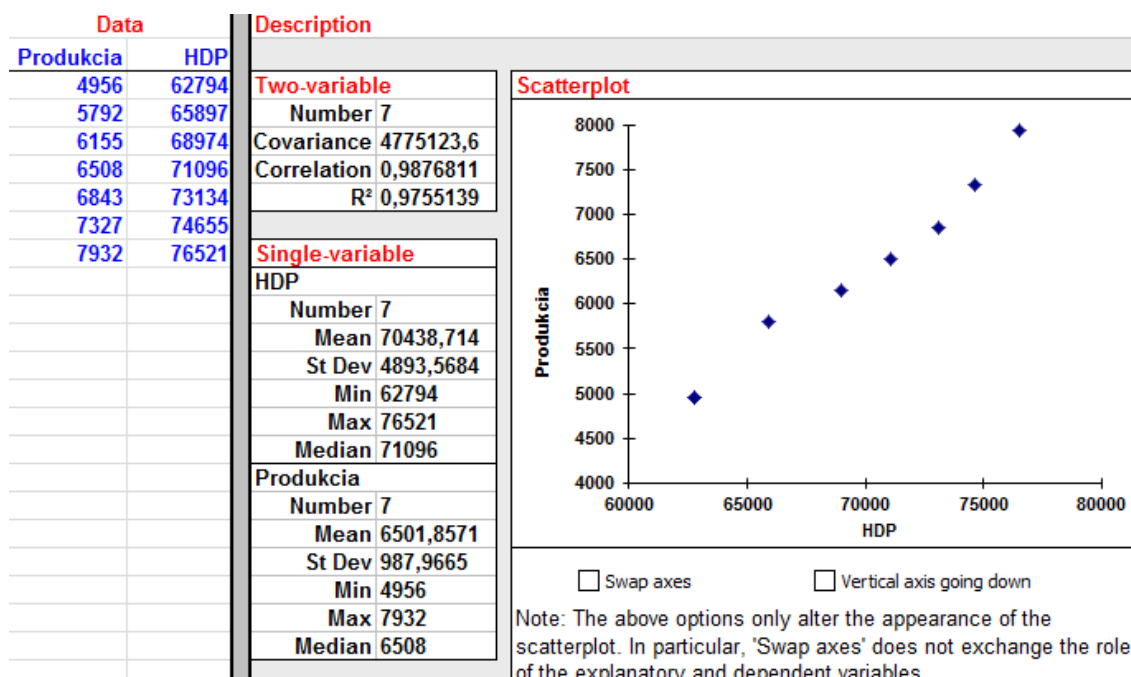






## PRÍLOHA P VII: VÝSTUPY ŠTATISTICKÝCH VÝPOČTOV V PROGRAME XLSTATISTICS

Na nasledujúcom obrázku je zobrazená tabuľka, ktorá bola použitá ako vstupné dáta do programu XLStatistics. Pre regresnú analýzu bola využitá tabuľka pre dve numerické premenné. Na ľavej strane tabuľky v sekcii „Data“ sú vložené dve premenné, Produkcia a HDP, obe položky v mil. EUR. Položka Produkcia predstavuje závisle premenné Tržby za odvetvie SK-NACE 46.7, v ktorom spoločnosť podniká a nezávisle premenná je tu položka HDP. V pravej časti s názvom „Description“ je zobrazený bodový diagram pre zadané dáta. V časti „Single-variable“ sú zobrazené pre obe premenné ukazovatele popisnej štatistiky.



Na nasledujúcom obrázku je zobrazená lineárna regresná analýza. V časti „Summary“ vidíme parametre regresnej priamky. Jej rovnica je vyobrazená v hornej časti grafu a má tvar:

$$\text{Produkcia} = 0,199404 \text{ HDP} - 7543,885975$$

Koeficient determinácie, ktorý je na obrázku v poli „R<sup>2</sup>“ udáva pre regresnú priamku 97,55% čo znamená, že zvoleným modelom môžeme vysvetliť 97,55% variability pozorovaných hodnôt.

**Linear Regression:** Analysis associated with a model of the form  $Y = mX + c + \text{error}$

<b>Constant Term</b> <input type="checkbox"/> Set constant term = 0		<b>Summary</b>		<b>Confidence Ints.</b>		<b>R<sup>2</sup></b> 0,97551	
		Estimate    SE		Level 0,95		s 169,353	
Slope    0,199404    0,01413				Lower    Upper			
Constant    -7543,886    997,238				-0,10107    0,23572			

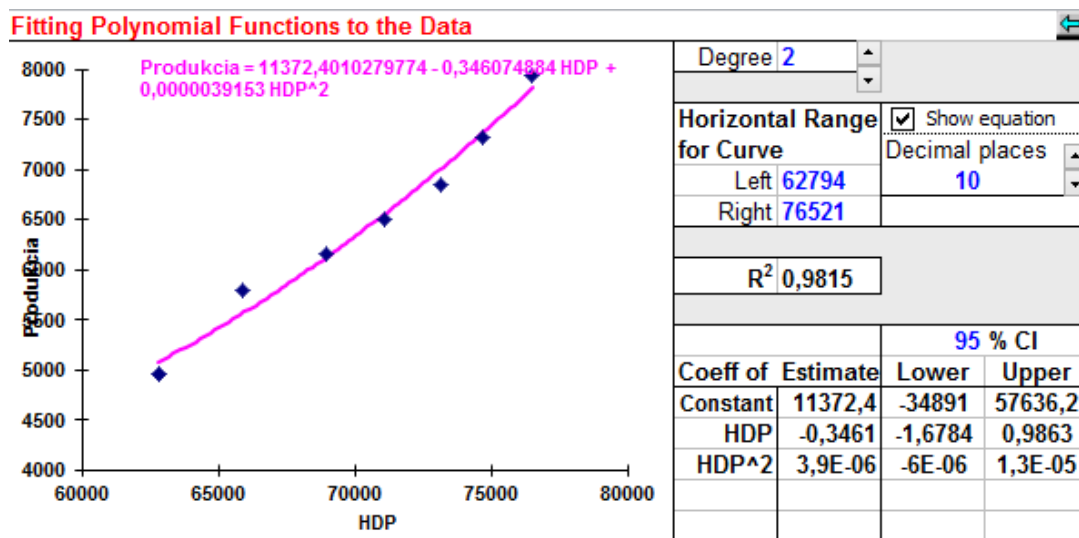
<b>Scatterplot with Regression Line</b>		
<input checked="" type="checkbox"/> Draw line		
<input checked="" type="checkbox"/> Show equation		
Decimal places: 6		
HDP-Range for Regression Line: Left: 62794 Right: 76521		

<b>Hypothesis Tests</b>		<b>ANOVA</b>	
<b>Slope</b> H <sub>0</sub> : Slope = 0 Alternative: <input type="radio"/> ≠ <input checked="" type="radio"/> > <input type="radio"/> < H <sub>1</sub> : Slope > 0 p-value = 1,61E-05		<input type="button" value="→"/>	
<b>Constant</b> H <sub>0</sub> : Const = 0 Alternative: <input checked="" type="radio"/> ≠ <input type="radio"/> > <input type="radio"/> < H <sub>1</sub> : Const ≠ 0 p-value = 0,00064		<b>Residuals Analysis</b>	
		<input type="button" value="→"/>	

V druhom modeli sú dáta preložené polynómom druhého stupňa, čo predstavuje regresnú parabolu. Parametre tohto druhého modlu sú vyobrazené v časti „Coeff of Estimate“. Celá rovnica paraboly je vyobrazená v hornej časti grafu a má tvar:

$$\text{Produkcia} = 11372,40102 - 0,346074884 \text{ HDP} + 0,0000039153 \text{ HDP}^2$$



Parametre sú vyjadrené pomocou väčšieho počtu desatinných miest, z dôvodu presnosti modelu. Koeficient determinácie modelu regresnej paraboly, nachádzajúcej sa v poli R<sup>2</sup> je 98,15%, čo znamená, že zvoleným modelom môžeme vysvetliť 98,15% variability pozorovaných hodnôt.

Je potrebné stanoviť, ktorý z týchto dvoch modelov je vhodnejší a preto je nutné ich otestovať. Testujeme pomocou vyššie uvedených rovníc tak, že vypočítame empirické dáta produkcie za roky 2013 až 2015 a porovnáme ich so skutočnými hodnotami. Porovnanie je uvedené v tabuľke nižšie.

Rok	Regresná priamka	Regresná parabola	Skutočné hodnoty	Rozdiely regresnej priamky a skutočnosti	Rozdiely regresnej paraboly a skutočnosti
2013	6633	7004	6 843	-210	161
2014	7343	7358	7 327	16	31
2015	7715	7816	7 932	- 217	- 116
Suma rozdielov				- 412	76

Suma rozdielov je menšia u regresnej paraboly, preto bude pre predikciu hodnôt použitý model regresnej paraboly.

**PRÍLOHA P VIII: FINANČNÝ PLÁN VÝKAZU ZISKOV A STRÁT  
SPOLOČNOSTI KORA, A. S. 2016 – 2018**

<b>v tis. EUR</b>	2016	2017	2018
Tržby za predaj tovaru	13 380,0	14 801,0	16 593,0
Náklady na obstaranie tovaru	11 965,0	13 235,8	14 837,9
<b>Obchodná marža</b>	<b>1 415,0</b>	<b>1 565,2</b>	<b>1 755,1</b>
<b>Výrobná spotreba</b>	<b>534,0</b>	<b>566,0</b>	<b>652,0</b>
Spotreba mat., energie	75,0	79,0	83,0
Služby	459,0	487,0	569,0
<b>Pridaná hodnota</b>	<b>881,0</b>	<b>999,2</b>	<b>1 103,1</b>
Osobné náklady	475,0	530,0	593,0
Dane a poplatky	4,0	4,1	4,2
Odpisy a OP k DM	40,0	42,0	42,0
Ostatné výnosy z hosp. činnosti	-		
Ostatné náklady na hosp. činnosť	13,0	15,0	14,0
<b>Výsledok hospodárenia z hosp.</b>	<b>349,0</b>	<b>408,1</b>	<b>449,9</b>
Výnosové úroky			
Nákladové úroky	4,0	5,0	4,5
Ostatné výnosy z fin. činnosti			
Ostatné náklady na fin. činnosť	6,0	7,0	6,0
<b>VH z fin. činnosti</b>	<b>-8,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-11,0</b>
<b>VH z bež.č. pred zdanením</b>	<b>330,3</b>	<b>385,8</b>	<b>428,4</b>
Daň z príjmov z bežnej činnosti	72,6	84,9	105,0
<b>VH z bežnej činnosti</b>	<b>257,7</b>	<b>300,9</b>	<b>323,4</b>
Mimoriadne výnosy	-	-	-
Mimoriadne náklady	-	-	-
<b>VH z mimoriadnej činnosti</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>VH za účtovné obdobie pred</b>	<b>330,3</b>	<b>385,8</b>	<b>428,4</b>
<b>VH za účtovné obdobie po zda-</b>	<b>257,7</b>	<b>300,9</b>	<b>323,4</b>



**PRÍLOHA P IX: FINANČNÝ PLÁN SÚVAHY SPOLOČNOSTI KORA,  
A.S. 2016 – 2018**

	2016	2017	2018
<b>AKTIVA</b>			
Neobežný majetok	99 300	95 500	101 700
Dlhodobý nehmotný majetok	4 300	4 500	4 700
Softvér	4 300	4 500	4 700
Dlhodobý hmotný majetok	95 000	91 000	97 000
Samostatné hnuiteľné veci a súbory HV	95 000	91 000	97 000
Dlhodobý finančný majetok			
Obežný majetok	3 649 067	4 005 407	4 465 568
Zásoby	2 301 011	2 527 359	2 831 657
Tovar	2 301 011	2 527 359	2 831 657
Krátkodobé pohľadávky	1 265 556	1 390 048	1 557 411
Pohľadávky z obchodného styku	1 265 556	1 390 048	1 557 411
Finančný majetok	82 500	88 000	76 500
Peniaze	2 500	3 000	3 500
Bankové účty	80 000	85 000	73 000
Časové rozlíšenie			
<b>Majetok spolu</b>	<b>3 748 367</b>	<b>4 100 907</b>	<b>4 567 268</b>
<b>PASÍVA</b>			
Vlastné imanie	2 305 593	2 363 510	2 468 285
Základné imanie	66 388	66 388	66 388
Kapitálové fondy	16 647	16 647	16 647
Ostatné kapitálové fondy	16 647	16 647	16 647
Fondy zo zisku	13 278	13 278	13 278
Zákonný rezervný fond	13 278	13 278	13 278
VH minulých rokov	1 945 000	1 980 000	2 030 000
Nerozdelený zisk m.r.	1 945 000	1 980 000	2 030 000
VH za účtovné obdobie	264 280	287 197	323 428
Cudzie zdroje	1 442 774	1 737 397	2 098 983
Rezervy	16 300	16 500	16 700
Rezervy krátkodobé	16 300	16 500	16 700
Dlhodobé záväzky	7 105	7 250	7 350
Ost. dlhod. záv. v rámci konsol. celku	7 105	7 250	7 350
Krátkodobé záväzky	685 613	750 510	1 124 713
Záväzky z obchodného styku	651 953	716 085	1 085 469
Záväzky voči zamestnancom	19 800	20 250	23 085
Záväzky zo sociálneho poistenia	13 860	14 175	16 160
Bankové úvery	713 956	942 887	945 679
Bankové úvery dlhodobé	41 130	28 900	10 500
Bežné bankové úvery	679 441	900 239	935 179
Časové rozlíšenie			
<b>Vlastné imanie a záväzky spolu</b>	<b>3 748 367</b>	<b>4 100 907</b>	<b>4 567 268</b>

**PRÍLOHA P X: FINANČNÝ PLÁN CASH FLOW SPOLOČNOSTI  
KORA, A.S. 2016 – 2018**

	2016	2017	2018
Stav peňažných prostriedkov na začiatku obdobia	99 384	82 500	88 000
Cash flow z prevádzkovej činnosti	622	90	5 900
Cash flow z investičnej činnosti	- 13 253	- 98 590	- 83 590
Cash flow z finančnej činnosti	- 69 869	10 500	1 190
Celkové cash flow	16 884	- 5 500	11 500
Stav peňažných prostriedkov na konci obdobia	82 500	88 000	76 500

