

Fakulta matematiky, fyziky a informatiky Univerzity
Komenského v Bratislave



DIPLOMOVÁ PRÁCA

Bratislava 2003

Eva Pašková

Fakulta matematiky, fyziky a informatiky Univerzity
Komenského v Bratislave

Ekonomická a finančná matematika

Ohodnocovanie firiem pri fúzii a akvizícii

Diplomová práca

Diplomant: Eva Pašková

Vedúca diplomovej práce: Ing. Marta Rošteková

Bratislava 2003

Obsah

1. Úvod	3
2. Členenie akvizícií	5
2.1 Členenie akvizícií s právneho hľadiska	5
2.1.1 Fúzia a konsolidácia	5
2.1.2 Akvizícia kapitálu	5
2.1.3 Akvizícia majetku	6
2.2 Členenie akvizícií z účtovného hľadiska	6
2.3 Ďalšie členenie akvizícií	7
2.3.1 Horizontálna akvizícia	7
2.3.2 Vertikálna akvizícia	7
2.3.3 Konglomerátová akvizícia	7
3. Akvizičný proces	8
3.1 Predpoklady pre úspech akvizície	8
3.2 Postup akvizičného procesu	10
3.3 Synergické efekty	11
4. Oceňovanie firmy	11
4.1 Oceňovacie metódy	12
4.1.1 Určenie hodnoty vlastného kapitálu	12
4.1.2 Výnosové metódy	13
4.1.3 Diskontované cash flow	13
4.1.3.1 Miera rastu	14
4.1.3.2 Diskontná sadzba	16
4.1.3.3 Náklady kmeňového kapitálu	17
4.1.3.4 Odhad peňažného toku	18
4.1.3.5 Dvojfázový cash flow model	19
4.1.3.6 Trojfázový cash flow model	20
4.1.4 Dividendový diskontný model	21
4.1.5 Trhová hodnota podniku	21

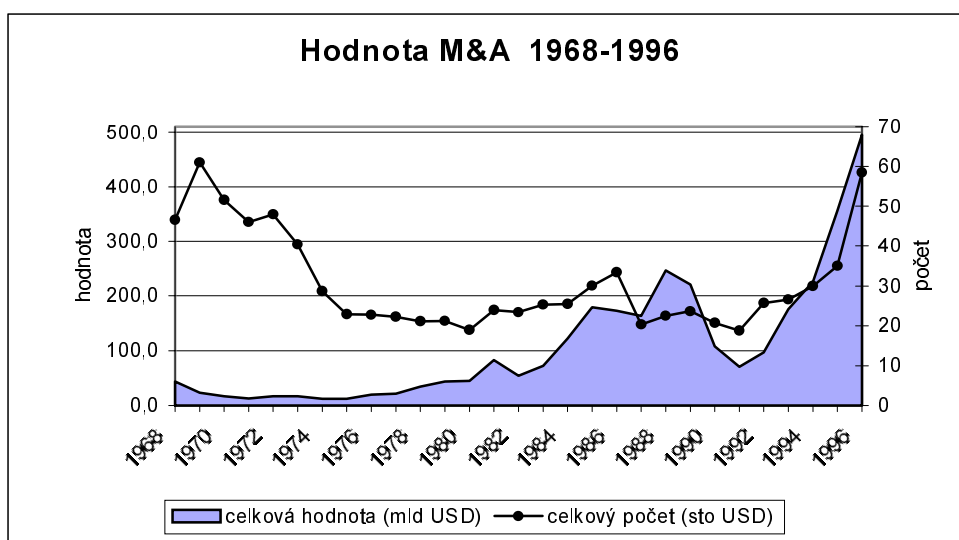
5. Zvláštne formy prevzatia podniku	22
5.1 Mangement-buy-out	22
5.2 Mangement-buy-in	23
6. Obranné stratégie	24
6.1 Bilančné úpravy	24
6.2 Biely rytier	25
6.3 Korunné klenoty	25
6.4 Vinkulovanie akcií	25
6.5 Zlaté padáky	25
6.6 Zelená pošta	26
7. Akvizícia Walt Disney Co. a Capital Cities/ABC	27
7.1 The Walt Disney Co.	27
7.2 Capital Cities/ABC	29
7.3 Ciele akvizície	31
7.4 Hodnota spoločností pred akvizíciou	31
7.4.1 Diskontná sadzba	32
7.4.2 Predpoveď diskontovaných peňažných tokov	32
7.4.3 Výpočet hodnoty spoločnosti Walt Disney	33
7.4.4 Výpočet hodnoty spoločnosti Capital Cities/ABC	34
7.5 Odhad hodnoty novovzniknutej spoločnosti Walt Disney Co.	35
7.5.1 Diskontná sadzba	35
7.5.2 Predpoveď diskontovaných peňažných tokov	35
7.5.3 Výpočet hodnoty spoločnosti Walt Disney	36
7.5.4 Synergické efekty	36
7.6 Porovnanie odhadov so skutočnosťou	37
7.7 Vyhodnotenie akvizície	38
7.7.1 Hodnota spoločnosti Walt Disney v roku 2002	39
8. Záver	41
Prílohy	43
Zoznam literatúry	58

1. Úvod

Spájanie podnikov patrí k sféram hospodárskeho života, kde prax v značnej miere prebehla rozvoj teórie. Hospodársky rozvoj si vynucuje stále nové riešenia, pre ktoré sa zároveň vytvárajú aj rôzne názvy a pojmy. Prevažná väčšina pochádza z anglosaských krajín ako napríklad Takeover, Mergers, Fusions, MBO, Spin off. V zhode s praxou i s odbornou literatúrou sa môžu všetky druhy a spôsoby spájania podnikov označovať súhrnným názvom Mergers and Acquisition (M&A). Pod tento pojem patrí: prevzatie firmy alebo jej časti, predaj firmy alebo jej časti, fúzia, rôzne formy kooperácie, Joint Venture, Management-buy-out, Management-buy-in.

Dramatické udalosti v oblasti fúzií, prevzatí a reštrukturalizácii plnia palcové titulky tlače takmer denne. Niektoré M&A predstavujú novú priemyselnú silu, ktorá bude viesť krajiny k lepším výsledkom v oblasti kreativity a produktivity. Tabuľka č. 1 a obrázok č. 1 ukazujú vývoj akvizícií v USA za posledných tridsať rokov.

Obr. č. 1 *Priebeh akvizícií v USA 1968-1996*



Tab. č. 1 Akvizície v USA 1968-1996

Rok	Celková hodnota (mld USD)	Celkový počet	Počet Cena >100 mil	Počet Cena >1 mld
1968	43,6	4 662	46	-
1969	23,7	6 107	24	
1970	16,4	5 152	10	1
1971	12,6	4 608	7	-
1972	16,7	4 801	15	-
1973	16,7	4 040	28	-
1974	12,4	2 861	15	-
1975	11,8	2 297	14	1
1976	20	2 276	39	1
1977	21,9	2 224	41	-
1978	34,2	2 106	80	1
1979	43,5	2 128	83	3
1980	44,3	1 889	94	4
1981	82,6	2 395	113	12
1982	53,8	2 346	116	6
1983	73,1	2 533	138	11
1984	122,2	2 543	200	18
1985	179,6	3 001	270	36
1986	173,1	3 336	346	27
1987	163,7	2 032	301	36
1988	246,9	2 258	369	45
1989	221,1	2 366	328	35
1990	108,2	2 074	181	21
1991	71,2	1 877	150	13
1992	96,7	2 574	200	18
1993	176,4	2 663	242	27
1994	226,7	2 997	383	51
1995	356	3 510	462	74
1996	494,9	5 848	640	94
Ročný priemer				
1970-1980	22,8	3 126	39	1
1981-1989	146,2	2 534	242	25
1990-1992	92	2 175	177	17
1993-1996	313,5	3 755	432	62

Na obr. 1 sú dve krivky, ktoré znázorňujú priebeh akvizícií pomocou dvoch ukazovateľov. Prvým je počet akvizícií (v stovkách USD) a druhým je hodnota akvizícií

(v miliardách USD). Akvizičná aktivita, čo sa týka hodnoty, dosiahla vrchol približne v roku 1989, potom v rokoch 1990-1992 klesala a následne začala prudko stúpať. Krivka počtu akvizícií má však odlišný priebeh. Svoje maximá dosiahla okolo rokov 1970 a 1987. Začiatkom deväťdesiatych rokov sa začala akvizičná aktivita viditeľne zvyšovať, čo je viditeľné aj na grafe, obe krivky majú prudko stúpajúci tvar. V rokoch 1988-1991 a od roku 1994 sa krivky pretínajú, vtedy sa totiž uskutočnili fúzie s vysokou hodnotou.

2. Členenie akvizícií

2.1 Členenie akvizícií z právneho hľadiska

2.1.1 Fúzia a konsolidácia

Fúzia je spojenie dvoch firiem, pri ktorom jedna firma získa všetky aktíva a pasíva druhej firmy a zachová si pritom svoju identitu. Získaná firma právne zaniká a stáva sa súčasťou firmy, ktorá ju pohltila. Konsolidácia sa od fúzie odlišuje tým, že pôvodné firmy ukončia svoju činnosť a je vytvorená nová firma, ktorá vlastní aktíva a pasíva obidvoch predchádzajúcich firiem.

2.1.2 Akvizícia kapitálu

Princípom akvizície kapitálu je kúpa akcií s hlasovacím právom. Akcie získavanej (cieľovej) firmy môžu byť hradené: hotovými peniazmi, vecným vkladom, akciami preberajúcej firmy alebo inými druhmi cenných papierov.

Kúpa akcií na burze môže byť technicky najjednoduchšia. Jednou z jej veľkých výhod je moment prekvapenia, pretože je možné kúpiť významnú časť akcií určitej

firmy bez toho, aby to jej vedenie včas spozorovalo. Aby sa zabránilo podobným situáciám, boli v mnohých krajinách prijaté opatrenia, ktoré výrazne obmedzujú možnosť prekvapivých kúp. Ak podiel na kupovaných akciách prekročí stanovenú hranicu, ich budúci vlastníci je povinný to verejne oznámiť. Táto hranica býva stanovená rôzne. V USA existuje ohlasovacia povinnosť už od 5% podielu, v SRN je to až od 20%. Na Slovensku má právnická osoba alebo fyzická osoba, ktorá nadobudne do svojho majetku verejne obchodovateľné akcie, s ktorými je spojené hlasovacie právo a ktoré predstavujú viac ako 5 %, 10 %, 20 %, 30 %, 50 % alebo 65 % podiel na súčte menovitých hodnôt všetkých akcií jedného emitenta, povinnosť v prvý pracovný deň nasledujúci po dni nadobudnutia týchto akcií písomne oznámiť stredisku a emitentovi prekročenie uvedených limitov, ako aj výšku svojho podielu. To platí aj v prípade, ak podiel klesne pod uvedené limity ¹⁾.

Ponuka na prevzatie akcií (Takeover Bid) môže byť realizovaná manažmentom jednej firmy manažmentu druhej firmy bez účasti verejnosti. Pokiaľ sa predpokladá odpor manažmentu získavanej firmy, môže sa ponuka obrátiť priamo na akcionárov. Tento spôsob akvizícií sa označuje ako nepriateľské prevzatie. Nesúhlas manažmentu však môže v mnohých prípadoch akvizíciu podstatne sťažiť a zvýšiť jej náklady.

2.1.3 Akvizícia majetku

Firma môže získať inú firmu tak, že kúpi jej celý majetok, potrebný je však súhlas akcionárov. Tento druh akvizície je prevodom práv k majetku.

2.2 Členenie akvizícií z účtovného hľadiska

Z účtovného hľadiska sa môže akvizícia uskutočniť dvoma základnými spôsobmi. Prvým z nich je kúpa a druhým vklad podielov.

Pri metóde vkladu podielov je majetok novej firmy ocenený na úrovni, ktorá zodpovedá účtovne vykázaným hodnotám. Inak je to pri metóde kúpy, majetok sa oceňuje v reálnych cenách. Podnik však môže byť predaný za cenu, ktorá prevyšuje

súhrn reálnych cien jeho majetku. Pri tejto metóde môže vzniknúť goodwill, účtovne pozitívny rozdiel medzi kúpou cenou podniku a reálnou cenou kupovaného majetku.

2.3 Ďalšie členenie akvizícií

2.3.1 Horizontálna akvizícia

Horizontálna akvizícia sa týka firiem, ktoré patria do toho istého odvetvia a navzájom si konkurujú. Vytvorením veľkej firmy môžu vzniknúť úspory z rozsahu, čo sa pozitívne odrazí na zisku. Tento typ akvizícií býva regulovaný vládou, kvôli vysokému riziku negatívneho dopadu na konkurenciu. Znižuje totiž počet firiem v odvetví, čím narastá možnosť vzniku monopolných ziskov.

2.3.2 Vertikálna akvizícia

Pri vertikálnej akvizícii sa spájajú firmy na rôznych stupňoch výrobného procesu. Napríklad akvizícia vo farmaceutickom priemysle sa môže uskutočniť medzi výskumom a vývojom nových liekov, výrobou liekov a marketingom cez maloobchodný predaj. Existuje veľa dôvodov, prečo majú firmy záujem o vertikálnu akvizíciu. Transakcie v rámci firmy môžu znížiť výdavky na zisťovanie cien, kontraktov a reklamy a môžu takisto znížiť náklady na koordinovanie výroby.

2.3.3 Konglomerátová akvizícia

Firmy, ktoré sa na tomto druhu akvizície podieľajú, nemajú k sebe žiadny bezprostredný vzťah.

3. Akvizičný proces

3.1 Predpoklady pre úspech akvizície

Rozvoj M&A v trhových ekonomikách bol dôsledkom praktických možností a potrieb. Veľký rozmach akvizícií však umožnil získať a postupne zovšeobecniť dosiahnuté praktické skúsenosti. Je jasné, že každá akvizícia má svoju vlastnú charakteristiku a zvláštne podmienky, ale predsa je možné definovať určité typické problémy.

Každý, kto chce podnikáť, by mal mať nejakú vodcovskú ideu, ktorá by mala byť hnacím motorom celého procesu akvizície. Pokiaľ je však prístup k tejto vízii príliš nepružný, stáva sa prekážkou. Skúsenosti ukazujú, že prvá vízia býva často nerealistická. Je ju preto nutné prispôbovať tak, ako sa spresňuje znalosť situácie.

Získavajúca firma si často nie je dostatočne vedomá, v čom spočíva hlavná príčina jej vlastných úspechov. Väčšinou prevláda názor, že je nutné získať výkonný podnik v atraktívnom odvetví. Atraktivita však nemusí stačiť, pokiaľ ju nie sme schopní využiť.

Kto nepozná hranice vlastných možností, ľahko si vezme viac, ako sám unesie. Časť akvizícií stroskotala práve na tom, že sa nepodarilo integrovať nový podnik a využiť všetky jeho prednosti.

Často sa stáva, že podniky zveria vedenie akvizície poradenským firmám alebo investičným bankám. Očakávaný úspech sa však nemusí dostaviť. Dôvodov neúspechu býva viac. Vonkajšie inštitúcie majú svoje záujmy a zároveň nemusia mať dostatočný prehľad o situácii. Dôležitým faktorom však je motivácia. Najlepšia motivácia sa dá spravidla predpokladať v tíme zapálených vlastných pracovníkov, preto je vhodné, aby podnik zaistil rozhodujúcu činnosť pri akvizícii svojimi ľuďmi.

Presvedčenie, že poznáme príslušný druh obchodovania, nemôže nahradiť presnú analýzu konkurencie. Mnoho podnikateľov už dopadlo na príliš vysoké sebavedomie. Skutočnosť, že úspešne predávam autá vo Francúzsku, nezaručuje úspech v Taliansku.

Trh podnikov má svoje zvláštnosti. Jednou z nich je vyšší dopyt ako ponuka. Mimoriadne úspešné podniky sa dajú sotva kúpiť. Je preto účelné skôr kupovať skryté šance a vedieť ich využiť.

Bežná analýza číselných údajov väčšinou nestačí na to, aby sme mohli posúdiť skutočnú hodnotu podniku. Je preto vhodné doplniť bežné oceňovanie podniku kvalitnou analýzou jeho trhovej situácie.

Zvíťaziť nemusí vždy ten, kto ponúkne najviac. Peniaze sú síce dôležité pri kúpe podniku, nie sú však jediným rozhodujúcim faktorom. Často vyhráva ten, kto vzbudí dôveru, ponúkne možnosť pokračovať v podnikateľskom diele a podobne.

Kultúrny šok môže všetko pokaziť. Je potrebné včas vyjasniť, nielen ako sa k sebe hodia spájané podniky, ale aj ľudia, ktorí v nich pracujú.

Oznámenie o akvizícii je aj podnetom pre konkurenčné firmy, ktoré majú záujem o pracovníkov podniku, v ktorom prebieha reštrukturalizácia. Zamestnanci si totiž nie sú istí, či ešte o pár týždňov budú mať svoje miesto a ak áno, ako sa zmenia ich mzdy v novej spoločnosti.

Veľká pozornosť bola vždy sústredená na finančnú a funkčnú stránku fúzií a akvizícií, ale v súčasnosti sa zisťuje, že práve manažment tej ľudskej stránky vedie k maximálnej hodnote obchodu. Udržanie kľúčového talentu je kritická súčasť integrácie pri akvizícii. Teda „problém ľudí“ je hlavným dôvodom neúspešných akvizícií.

Pri fúzii dvoch rovnocenných podnikov býva riešením výber lepšieho z dvoch, kde sú zamestnanci obidvoch spoločností ohodnotení a vybraní do všetkých výkonných pozícií. Tento proces sa nedá zrealizovať za noc, čoho dôsledkom je aj odchod dôležitých zamestnancov počas periódy neistoty. Kvôli udržaniu správnych ľudí musí proces výberu prebehnúť čo najrýchlejšie.

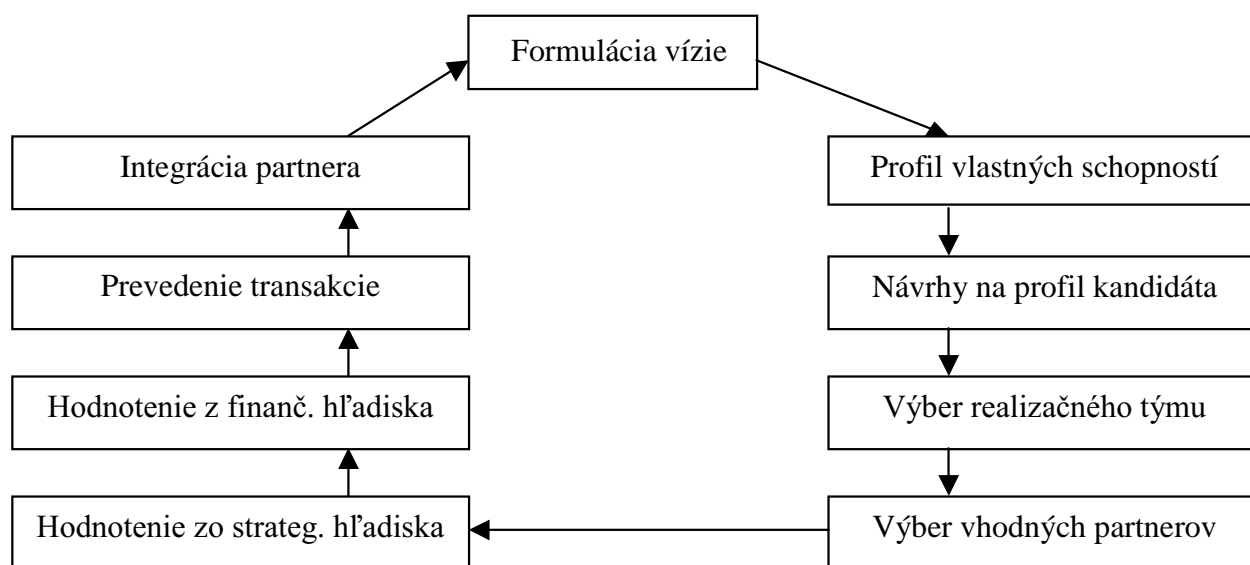
Novovzniknutá spoločnosť môže na čelo postaviť jedného alebo dvoch lídrov, alebo zostaviť vedenie z úplne nových ľudí, čo je objektívne ale časovo náročné. Výhoda jedného lídra spočíva v tom, že si sám vyberá ľudí (a čo najlepších) do tímu, lebo vie, že v budúcnosti bude jeho práca závisieť práve od ich výkonu. Na druhej strane však nepozná kandidátov druhého podniku, takže jeho výber bude o to ťažší.

3.2 Postup akvizičného procesu

Kúpa a predaj podniku patria k podnikateľským rozhodnutiam najvyššieho rádu. Ide najmä o snahu firmy posunúť obchody vpred, hľadať nové možnosti , a schopnosť odpovedať na nové globalizačné tlaky a technologické zmeny.

Akvizičný program môžeme rozdeliť do viacerých krokov uvedených v schéme na obr. 3. Rozumné je pravidlo každodenného postupu. Proces začína fázou pred akvizíciou, ktorá zahŕňa preskúmanie vlastnej spoločnosti a odvetvia, v ktorom pôsobí. Končí detailne plánovanou integráciou firmy po ich zlúčení. Začlenenie sa robí čo najrýchlejšie, aby sa získala späť odmena, zaplatená za prevzatie.

Obr. č. 2 Akvizičný proces a jeho fázy



3.3 Synergické efekty

Princíp synergie možno vyjadriť pomocou rovnice: $2 + 2 = 5$

Súčet môže byť teda väčší ako dva sčítance. Hodnota dvoch firiem pokiaľ sa spoja a vytvorí sa jedna firma, môže byť väčšia, ako hodnota obidvoch firiem, ak pracujú oddelene. Ak podnik analyzuje vlastné schopnosti, mal by byť schopný rozlíšiť, ktoré z nich obsahujú najväčší potenciál synergie. Rozlišujeme finančnú, funkčnú a organizačnú synergiu.

Jedným zo zdrojov finančnej synergie sú nižšie náklady interného financovania oproti externému financovaniu. Firmy so značnými internými peňažnými príjmami a malými investičnými príležitosťami majú prebytok hotovostných tokov. A naopak, firmy s nižšími peňažnými rezervami a vysokou možnosťou rastu majú potrebu dodatočného financovania. Pri ich skombinovaní môžu vzniknúť výhody z nižších nákladov vďaka dostupnosti vnútorných rezerv. Takisto je možné, že kapacita dlhu kombinovanej firmy môže byť väčšia ako suma kapacít firiem pred fúziou, čo má za následok daňové úspory.

Pri funkčnej synergii ide hlavne o prenos zvláštnych schopností na kúpený podnik. Ak máme dobrý výskum a vývoj, vynikajúci marketing, keď dáme tieto schopnosti k dispozícii kúpenému podniku, môžeme získať ešte ďaleko viac.

Základ organizačnej synergie spočíva v tom, nájsť čo najvhodnejšieho partnera, s ktorým je možné realizovať určité činnosti spoločne s väčším ziskom.

4. Oceňovanie firmy

Oceňovanie by malo hrať centrálnu úlohu v akvizičnej analýze. Firma alebo osoba, ktorá má záujem o druhú firmu, by mala stanoviť jej primeranú cenu ešte pred zverejnením svojej ponuky. A takisto aj cieľová firma by mala poznať svoju hodnotu pred rozhodovaním, či ponuku prijme alebo odmietne.

Existujú viaceré faktory, ktoré treba pri hodnotení firmy zobrať do úvahy. Synergické efekty kombinovanej hodnoty dvoch firiem by mali byť zhodnotené ešte pred rozhodnutím o ponuke. Na hodnotu firmy má takisto vplyv aj reštrukturalizácia a meniaci sa manažment cieľovej firmy. Problémy spôsobujú aj odchýlky pri

akvizičnom oceňovaní. Samozrejme, že cieľové firmy sú vo svojich odhadoch optimistickejšie.

4.1 Oceňovacie metódy

Pre účely oceňovania sa používa celý rad techník. Môžeme ich rozdeliť do nasledujúcich skupín:

1. určenie hodnoty vlastného kapitálu
2. metódy založené na oceňovaní výnosov podniku (metóda diskontovaného cash flow, metóda kapitalizovaných ziskov, korigované výnosové metódy)
3. určovanie trhovej hodnoty (hodnota na báze porovnateľných podnikov, hodnota na báze porovnateľných transakcií, leveraged buy-out, break up value)

Vo svojej práci som používala metódu diskontovaných cash flow, takže ostatným metódam sa budem venovať len okrajovo.

4.1.1 Určenie hodnoty vlastného kapitálu

Každá majetková zložka je určitým spôsobom ocenená a súčtom týchto cien potom získame ocenenie aktív podniku. Najjednoduchšie je vychádzať zo súvahy podniku.

$$\text{Vlastný kapitál} = \text{Aktíva} - \text{Všetky záväzky}$$

Ocenenie majetku v účtovníctve väčšinou nezodpovedá reálnej hodnote tohoto majetku v čase predaja. Reálnym ocenením majetku rozumieme také ocenenie, ktoré by zodpovedalo aktuálnym cenám, za ktoré by bolo možné majetok znovu kúpiť. Pre tieto účely sa používa výraz podstata. Hodnota podstaty znamená, koľko peňazí by bolo treba investovať, aby sme získali majetok v rovnakej výške. V prípade akvizícií má jasný ekonomický význam. Napomáha totiž riešiť otázku, či je výhodné kúpiť už existujúci podnik alebo budovať nový.

4.1.2 Výnosové metódy

Tieto metódy sa opierajú o teóriu investičného počtu. Investície sú platbou za zisky v budúcnosti. Namiesto kúpy podniku a tomu zodpovedajúcim ziskom je možné kúpiť obligácie a brať úroky. Pokiaľ vložíme peniaze do podniku, je vklad pomerne rizikový. Očakávame teda väčšie zúročenie než u menej rizikových vkladov.

Jednou z výnosových metód je metóda diskontovaného cash flow.

4.1.3 Diskontované cash flow

Tento prístup má základ v pravidle „súčasnej hodnoty“, v ktorom je hodnota akéhokoľvek aktíva súčasnou hodnotou očakávaných budúcich peňažných tokov (cash flow).

$$Hodnota = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

kde n = životnosť daného aktíva,

CF_t = cash flow v čase t ,

r = diskontná miera odrážajúca rizikovosť odhadovaných cash flow.

Peňažné toky závisia od typu aktíva a diskontná miera je funkciou rizikovosti odhadovaných cash flow. Existujú dva prístupy k oceňovaniu pomocou diskontovaných cash flow. Prvý sa týka oceňovania vlastného imania, ktoré sa podieľa na obchode, zatiaľ čo v druhom je oceňovaná celá firma.

Hodnota vlastného imania je vyjadrená pomocou diskontovaných očakávaných cash flow imania :

$$Hodnota_imania = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k_e)^t} \quad (2)$$

kde CF_t = cash flow vlastného imania v čase t ,

k_e = náklady kmeňového kapitálu.

Hodnotu firmy získame diskontovaním očakávaných cash flow firmy pomocou vážených kapitálových nákladov (WACC) :

$$\text{Hodnota}_{\text{firmy}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} \quad (3)$$

kde CF_t = cash flow firmy v čase t,
WACC = vážené kapitálové náklady.

4.1.3.1 Miera rastu

Keďže hodnota firmy nie je vyjadrená súčasnými peňažnými tokmi ale očakávanými budúcimi peňažnými tokmi, je dôležité rozumne odhadnúť mieru rastu príjmov a peňažných tokov. Miery rastu môžu byť odhadnuté na základe historického rastu; získané z odhadov iných analytikov, ktorí sledujú vývoj spoločnosti alebo priamo z centra firmy.

Existuje súvislosť medzi historickým rastom a očakávaným rastom v budúcnosti, ale spoľahlivosť tohto tvrdenia nie je stopercentná. Z historických údajov o príjmoch môžeme vypočítať priemernú hodnotu pomocou aritmetického alebo geometrického priemeru. Aritmetický priemer vyjadruje strednú hodnotu každoročných zmien príjmov, zatiaľ čo geometrický priemer berie do úvahy len počiatočnú a koncovú hodnotu príjmov. Ak sú výkyvy ročného rastu nepravidelné, presnejšiu analýzu získame pomocou geometrického priemeru. Alternatívou ku klasickému aritmetickému priemeru môže byť vážený priemer, kde sa väčšie váhy priradia neskorším rokom. Dôležitým faktorom pri určení miery rastu je dĺžka periódy, jej začiatok a koniec.

Na zistenie miery rastu môže byť použitá regresia príjmov v závislosti od času. Lineárny regresný model má tvar:

$$EPS_t = a + b_t$$

kde EPS_t = príjmy na akciu v čase t.

Teória časových radov sa takisto využíva pri analýze historických údajov a následnom odhade rastu príjmov. Jedným z najrozšírenejších je Box – Jenkinsov model:

model ARIMA (autoregressive integrated moving average). Tento modeluje hodnotu v časových radoch ako lineárnu kombináciu minulých hodnôt a minulých chýb (odchýlok).

$$w_t = \phi_1 w_{t-1} + \dots + \phi_p w_{t-p} + \phi_0 - \theta_1 a_{t-1} - \dots - \theta_q a_{t-q} + \varepsilon_t$$

kde w_t = reálne dáta,

ϕ_1, \dots, ϕ_p = autoregresné parametre,

ϕ_0 = konštanta,

$\theta_1, \dots, \theta_q$ = parametre,

ε_t = náhodná chyba.

Ukazovatele rastu výnosov

Keďže rast spoločnosti môže byť meraný pomocou historických údajov alebo analytických predpovedí, je určený základnými rozhodnutiami spoločnosti, ktoré majú vplyv na produkciu, zisky a dlh.

Najjednoduchší vzťah na určenie rastu je vyjadrený pomocou zadržaných výnosov a návratnosti vlastného kapitálu (return on equity = ROE).

Pri konštantnom ROE potom platí:

$$g_t = \frac{RE_{t-1}}{NI_{t-1}} \times ROE$$

kde g_t = rast čistých príjmov,

NI_{t-1} = čistý zisk v roku t-1,

RE_{t-1} = zadržané výnosy v roku t-1,

ROE = konštantná návratnosť vlastného kapitálu,

ROE = čistý zisk/účtovná hodnota vlastného kapitálu.

Ak je rast výnosov rastúca funkcia zadržaných výnosov aj návratnosti vlastného kapitálu, vzorec má nasledovný tvar:

$$g_t = \left(BVE_{t-1} \left[\frac{(ROE_t - ROE_{t-1})}{NI_{t-1}} \right] \right) + \left(\frac{RE_{t-1}}{NI_{t-1}} \right) \times ROE_t$$

kde g_t = rast čistých príjmov,

NI_{t-1} = čistý zisk v roku t-1,

RE_{t-1} = zadržané výnosy v roku t-1,

ROE_t = návratnosť vlastného kapitálu v roku t,

BVE_{t-1} = účtovná hodnota vlastného kapitálu v roku t-1.

Návratnosť vlastného kapitálu a tým pádom aj rast sú ovplyvnené rozhodnutiami firmy o výške zadĺženia. ROE sa potom môže vyjadriť nasledovne:

$$ROE = ROA + \frac{D}{E} (ROA - i[1 - t])$$

kde ROA = (čistý zisk + úrok (1 – daň) / účtovná hodnota všetkých aktív,

D/E = účtovná hodnota dlhu / účtovná hodnota vlastného kapitálu,

i = úrokové výdavky na (dlh/účt. hodnota dlhu),

t = daňová sadzba na príjem.

Potom

$$g = \frac{RE}{NI} \left\{ ROA + \frac{D}{E} (ROA - i[1 - t]) \right\}.$$

4.1.3.2 Diskontná sadzba

Zmyslom diskontnej sadzby je aktualizovať cash flow. Jej správne určenie patrí k najzložitejším problémom oceňovania podniku.

V americkej praxi je obvyklé použiť pre tieto účely náklady kapitálu (vážené kapitálové náklady). Pokiaľ môžeme predpokladať, že riziko akvizíčných kandidátov je približne rovnaké ako finančné riziko kupca, potom skutočne platí, že diskontná sadzba zodpovedá kapitálovým nákladom kupujúceho.

V Európe je obvyklé používať rizikové prirážky k základnej úrokovej miere. Ďalším používaným riešením je znižovať očakávané výnosy.

Vážené kapitálové náklady (WACC)

Vzorec pre odhad vážených kapitálových nákladov je nasledujúci :

$$WACC = k_b(1 - T_c)\left(\frac{B}{V}\right) + k_p\left(\frac{P}{V}\right) + k_s\left(\frac{S}{V}\right) \quad (4)$$

kde

k_b = trhový očakávaný výnos nenárokovateľného, nekonvertibilného dlhu do doby jeho splatnosti, pred zdanením,

T_c = hraničná daňová sadzba pre oceňovaný subjekt,

B = trhová hodnota úročeného dlhu,

V = trhová hodnota oceňovaného subjektu ($V = B + P + S$),

k_p = náklad kapitálu na nenárokovateľný, nekonvertibilný prioritný kmeňový kapitál po zdanení (ktorý sa rovná hodnote preferenčného kmeňového kapitálu pred zdanením, pokiaľ nie je vykonaný žiaden odpočet z celkových daní na prioritné dividendy),

P = trhová hodnota prioritného kmeňového kapitálu,

k_s = trhovu určované náklady kmeňového kapitálu,

S = trhová hodnota kmeňového kapitálu.

4.1.3.3 Náklady kmeňového kapitálu

Na odhad nákladov kmeňového kapitálu sa používa buď cenový model kapitálových aktív (CAPM) alebo model stanovenia cien arbitrážou. Obidva sú upravené podľa rizika a počítajú s očakávanou infláciou.

Cenový model kapitálových aktív:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f](beta) \quad (5)$$

kde r_f = bezriziková úroková miera,

$E(r_m)$ = očakávaná miera návratnosti celkovej trhovej zásoby cenných papierov,

$E(r_m) - r_f$ = trhová odmena za riziko,

beta = systematické, trhovú riziko.

Na určenie bezrizikovej sadzby sa väčšinou používa sadzba na desaťročné dlhopisy amerického ministerstva financií. Čo sa týka určenia odmeny za trhové riziko, pre americké spoločnosti sa odporúča použiť hodnota 5%-6% ²⁾. Prístup k použitiu rizika beta pri vytváraní odhadov závisí na tom, či sa obchoduje s kmeňovým imaním spoločnosti alebo nie. Pokiaľ sa s majetkom spoločnosti verejne obchoduje, beta odhady bývajú publikované (napríklad spoločnosťou BARRA).

4.1.3.4 Odhad peňažného toku (cash flow)

Cash flow vlastného kapitálu

Cash flow vlastného kapitálu je cash flow zostávajúci po odpočítaní operačných nákladov, úroku a základných platieb a iných kapitálových výdavkoch, potrebných na udržanie miery rastu v budúcich cash flow. Jeho výpočet je nasledovný :

výnosy

- prevádzkové náklady

- odpisy a amortizácia

= upravené príjmy pred platením úrokov a daní (EBIT)

- úrokové náklady

- dane

= čistý príjem

+ odpisy a amortizácia

= operačný cash flow

- dividendy z prioritných akcií

- zmena prevádzkového kapitálu

- vyplatený dlh

+ hodnota nového dlhu

= disponibilný peňažný tok vlastného kapitálu (free cash flow to equity)

Ak má spoločnosť dlh na želateľnej úrovni, teda ak je miera zadĺženosti ($\delta = \text{dlh} / \text{celkový kapitál}$) akceptovateľná pre budúce financovanie, môže sa voľný cash flow vlastného kapitálu vypočítať nasledovne :

$$\begin{aligned} & \text{čistý príjem} \\ & - (1 - \delta)(\text{kapitálové výdavky-odpisy}) \\ & - (1 - \delta)(\text{prevádzkové náklady}) \\ & \hline & = \text{disponibilný peňažný tok vlastného kapitálu} \end{aligned}$$

Cash flow firmy

Spoločnosť sa väčšinou skladá nielen z investorov do kmeňového kapitálu, ale aj z držiteľov dlhopisov a prioritného kmeňového kapitálu. Cash flow firmy je cash flow zostávajúci po odpočítaní prevádzkových nákladov a daní, ale pred vyplatením všetkých akcionárov. Jeden zo spôsobov výpočtu :

$$\begin{aligned} & \text{EBIT}(1 - \text{daňová miera}) \\ & + \text{odpisy} \\ & - \text{kapitálové výdavky} \\ & - \text{potrebné prevádzkové náklady} \\ & \hline & = \text{disponibilný peňažný tok firmy (free cash flow to the firm)} \end{aligned}$$

Pre firmu s požičaným kapitálom je hodnota cash flow kmeňového kapitálu nižšia ako hodnota cash flow firmy. Pre firmu bez dlhu sa tieto dve hodnoty rovnajú.

4.1.3.5 Dvojfázový cash flow model

Problémom pri oceňovaní je časová neobmedzenosť. Jedným prístupom je predpovedať disponibilný peňažný príjem na 100 rokov a nestarať sa o to, čo príde potom, lebo jeho diskontovaná hodnota bude nepatrná. Druhou alternatívou je rozdelenie hodnoty do dvoch časových období, počas určitého prognózovaného obdobia a po ňom.

4.1.4 Dividendový diskontný model

Aj tento model má základ v pravidle „súčasnej hodnoty“, len tu sa namiesto peňažných tokov diskontujú očakávané hodnoty dividend. Vzorec pre dvojfázový dividendový diskontný model má napríklad tvar :

$$\text{Hodnota} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{n+1}/(r_n - g_n)}{(1+r)^n}$$

kde n = počet rokov, za ktoré firma dosiahne ustálený stav,

D_t = očakávaná hodnota dividend v čase t ,

r = diskontná miera v období vysokého rastu,

g_n = miera rastu pre stabilné obdobie,

r_n = diskontná miera v období stabilného rastu.

Výhodou dividendového diskontného modelu je jednoduchosť. Jeho nedostatkom je, že sa pomocou neho nedá oceniť firma, ktorá vypláca nízke dividendy alebo ich nevypláca vôbec.

4.1.5 Trhová hodnota podniku

Pod trhovou hodnotou firmy rozumieme odhad ceny, za ktorú by bolo možné podnik reálne predat'. Ak ide o podnik, ktorého akcie sú bežne obchodované, môžeme vychádzať z aktuálneho kurzu akcií na burze. Z kurzu akcií a ich počtu potom ľahko určíme trhovú hodnotu vlastného kapitálu.

Pokiaľ sa nejedná o akciovú spoločnosť, ktorej akcie sú bežne obchodované, alebo sa jedná o inú právnu formu spoločnosti, je nutné vychádzať z aktuálnych cien porovnateľných podnikov. Pod aktuálnymi cenami rozumieme buď skutočne dosahované kúpne ceny alebo opäť kurz akcií porovnateľných podnikov. Porovnateľné sú podniky z rovnakého odvetvia s rádovo podobnou veľkosťou. Aby sme z ceny porovnateľného podniku mohli odvodiť trhovú hodnotu nášho podniku, používame tzv. trhové faktory.

Trhový faktor je pomer medzi kúpnu cenou porovnateľných podnikov a ich ziskom

Keďže každý z porovnateľných podnikov bude mať tento pomer iný, pracujeme s priemernou hodnotou relácie predajnej ceny a zisku.

Trhový faktor na báze zisku hovorí o tom, koľkokrát musí kupujúci zaplatiť v cene vykazovaný ročný zisk. V prípade, že ide o akciový podnik a je známa cena akcií, použijeme pomer kurz akcie k zisku na jednu akciu.

5. Zvláštne formy prevzatia podniku

5.1 Management-Buy-Out

Podstata management-buy-out (MBO) spočíva v tom, že podnik kúpi súčasný manažment. Predmetom kúpy môže byť buď celý podnik alebo určitý rozsah podielu na kapitálovej spoločnosti. Manažment môže kúpiť podnik sám alebo s pomocou ďalších účastníkov, napríklad investičných spoločností. Účasť ďalších strán je nutná najmä vtedy, ak manažment sám nedisponuje dostatočným vlastným kapitálom.

MBO býva použité pri podnikoch všetkých veľkostí. Veľkým konglomerátom môže pomôcť zbaviť sa podnikov, ktoré sú z hľadiska súhrnnej stratégie neperspektívne. MBO sa tak stáva súčasťou stratégie spin-off. Tento pojem znamená oddeľovanie tých častí veľkej firmy, ktoré sa už nehodia do jej základného profilu. MBO tu býva výhodná pre obidve strany. Veľká firma zúži svoje zameranie na najvýnosnejší obchod a manažment časti podniku, ktorá má byť oddelená, má možnosť samostatne podnikat'. Ak je MBO v záujme koncernu, môže manažment oddeľujúceho sa podniku počítať so značnou finančnou podporou zo strany doterajšej materskej firmy.

Výnimkou sú ale nepriateľské MBO. Manažment sa totiž môže pokúsiť získať kontrolu nad existujúcou firmou aj za chrbtom doterajších vlastníkov.

MBO majú zvláštny význam pre menšie a stredné podniky. Ide najmä o nasledujúce situácie:

Súkromný podnik bez nástupcu: Ide o situáciu tradičnej rodinnej firmy, ktorá nemá dediča alebo dedič nie je ochotný či schopný podnik viesť. Vlastník potom môže

predať firmu schopnému a ambicióznemu manažérovi. V týchto prípadoch však doterajší podnikateľ očakáva, že nástupca zachová hlavný zmysel jeho doterajšieho snaženia.

Podniky s neuspokojivými výsledkami: Ide o prípad podnikov viac-menej na zostupe. Schopný a sebavedomý manažér chce získať priestor, aby sa mohol zbaviť zastaralých predstáv a štruktúr, ktoré udržiava doterajší majiteľ. Pokiaľ získa samostatnosť, vedie podnik úplne novým spôsobom.

Výhodou manažmentu ako kupujúceho je dôverná znalosť podniku, jeho silných a slabých stránok, ako aj konkrétneho trhu. Možnosť samostatne utvárať podnik, podiel na zisku a vedomie vlastníctva môžu byť dohromady veľmi silnou motiváciou k mimoriadnym výkonom.

Skúsenosti z praxe ukazujú, že úspešnosť MBO je spravidla viazaná na splnenie niekoľkých podmienok a predpokladov. Sú to napríklad: kvalifikovaný manažment, dobrá výnosová pozícia a cash flow, etablovaná pozícia na rastúcom trhu, minimálne nároky na investície, dobre štruktúrované aktíva a nízke zadĺženie.

MBO sú však zaťažené aj viacerými problémami a rizikovými faktormi ako je napríklad: väčšie zaťaženie cudzím kapitálom alebo mimoriadne nároky na manažérsky tím.

5.2 Management-Buy-In

Management-buy-in (MBI) je kúpa podniku zo strany osôb, ktoré nepochádzajú z tohto podniku. Ide vlastne o určitú formu MBO. Môže priniesť značné výhody pre doterajšieho vlastníka a pre podnik.

Vo veľa prípadoch znamená MBI jedinou možnosť, ako dosiahnuť primeranú kúpnu cenu u malých a stredných podnikoch s priemernou rentabilitou. Stratové podniky je možné predať za podmienky, že sa nájde skúsený manažér, ktorý je schopný ich oživiť. Nie príliš úspešný podnik môže v osobe nového manažéra a majiteľa získať silný impulz k ďalšiemu rozvoju.

Na rozdiel od venture capital (rizikového kapitálu) sa v prípade preberania podniku cudzím manažmentom jedná o viac-menej etablované firmy so solídnym majetkom, primeranou rentabilitou a rastom. Obvykle nevyžadujú veľké investície a disponujú kvalifikovanými pracovníkmi.

Dôvody pre MBI sú v zásade podobné ako u MBO. Patria k nim problémy s následníctvom, dopady podnikovej stratégie (spin-off) alebo nutnosť získať predajom hotové peniaze.

Na rozdiel od Mbo je potrebné si vedieť poradiť s ďalšími problémami ako napríklad: odpor doterajších pracovníkov a hlavne riadiacich štruktúr podniku, nedostatočná znalosť vnútorných štruktúr podniku a jeho činnosti, kupujúci v rámci Mbi nemusí byť vždy schopný reálne oceniť stav podniku a jeho výnosové možnosti.

6. Obranné stratégie

Často sa stáva, že firma je prevzatá proti vôli svojho manažmentu. Ide o takzvané nepriateľské prevzatia (hostiles). Vedenia podnikov postupne vypracovali rozne stratégie, ktoré majú takýmto prevzatiam zabrániť. Väčšina z nich pochádza z USA. Obranné stratégie sa v zásade snažia o dve veci: obmedziť výhody, ktoré plynú z akvizície a postaviť akvizítorovi do cesty prekážky mocenského charakteru.

Potencionálnymi kandidátmi na nepriateľské prevzatia sú obvykle podniky, ktorých aktíva sú podcenené. Kupec môže týmto spôsobom výrazne zvýšiť svoje zisky. Podcenené podniky amerického ropného, oceliarskeho a lodiarskeho priemyslu boli v minulosti častými obeťami kupcov. Pokiaľ sa ohrozenému podniku podarí vhodnými opatreniami dosiahnuť, aby sa podhodnotenie odstránilo alebo znížilo, môže záujemcu o kúpu rýchlo odradiť. Poznáme niekoľko typov obranných stratégií.

6.1 Bilančné úpravy

Podnik, ktorého aktíva sú v účtovníctve ocenené v historických cenách, sa stal predmetom záujmu nežiadúceho kupca. Manažment sa teraz môže brániť tým, že podhodnotené aktíva ocení aktuálnymi cenami. Hranice sú ale tvorené zákonnými predpismi pre oceňovanie, teda záleží od zákona určitej krajiny, aký veľký manévrovací priestor poskytne v obrane proti nažiadúcim akvizíciám.

Ďalšia možnosť obrany je zverejňovať údaje o skutočných tichých rezervách, ktorými podniky reálne disponujú.

6.2 Biely rytier (White Knight)

Podnik, ktorý je ohrozený nežiadúcim akvizítorom, nájde iného akvizítora, ktorý je prijateľnejší a ponúkne pritom viac. Biely rytier tvoril asi 40% prípadov úspešnej obrany proti akvizícii v USA v rokoch 1978 – 1984. Úspech tejto stratégie je do značnej miery závislý na prirážke, ktorú je prvý akvizítor ochotný zaplatiť. Čím je vyššia, tým menšia je možnosť nájsť bieleho rytiera.

6.3 Korunné klenoty (Crown Jewels)

Ide o účinnú stratégiu pre konglomeráty. Akvizítori sa totiž často zaujímajú len o určité časti týchto diverzifikovaných podnikov. Pokus o prevzatie je možné odraziť tým, že „najcennejšia časť“ (korunný klenot) je ponúknutá na predaj buď akvizítorovi alebo inej firme. Krajným prípadom môže byť predaj celého majetku, ktorý je potrebný pre podnikanie.

6.4 Vinkulovanie akcií

Ide o metódu obľúbenú a rozšírenú vo Švajčiarsku. Držitelia akcií na meno potrebujú súhlas podniku, aby mohli akcie predat'. Keďže vo Švajčiarsku tvoria akcie na majiteľa len asi 20% akcií, tak je zrejmé, ako môže byť táto metóda účinná. Ostáva však otázkou, do akej miery je zlučiteľná s princípmi trhového hospodárstva.

6.5 Zlaté padáky (Golden Parachutes)

V tomto prípade je stanovami určené funkčné obdobie členov správnej rady. Zároveň je však daná možnosť predčasného uvoľnenia s tým, že je stanovené veľmi vysoké odstupné. V USA a Veľkej Británii dosiahli tieto odstupné fantastické sumy, čo ale poškodzuje image celej profesnej skupiny.

Zmyslom je zastrašiť akvizítora nákladmi na vysoké odstupné. V anglosaskom svete sa táto metóda rýchlo rozšírila. Služi však skôr ako zdroj príjmov pre manažérov

než svojmu pôvodnému účelu. Nie je totiž známy žiadny prípad jej úspešného nasadenia v pôvodnom slova zmysle. 25% z 500 najväčších amerických spoločností má „zlatý padák“ vo svojich stanovách.

6.6 Zelená pošta (Greenmail)

Greenmail je zároveň obranná aj útočná stratégia. Jej podstatou je spoločensky prijatá forma nátlaku. Investor získa väčší balík akcií (5% - 25%) so zrejším cieľom dosiahnuť kontrolu. Manažment ohrozeného podniku reaguje ponukou na spätné odkúpenie. Samozrejme ponúkne prehnanú cenu. Prirážka k trhovej cene môže byť veľmi vysoká. Zaznamenané prípady z USA ukazujú, že sa táto prirážka môže pohybovať medzi 14\$ - 280\$ za akciu. Pri tejto taktike sa dá využiť viacero možností: prinútiť ohrozený podnik k spätnému nákupu za vysokú prirážku, bez varovania oznámiť ponuku na prevzatie alebo získané akcie predať tretiemu subjektu.

7. Akvizícia Walt Disney Co. a Capital Cities / ABC

V praktickej časti mojej diplomovej práce sa budem zaoberať prevzatím spoločnosti Capital Cities/ABC spoločnosťou Walt Disney, ktorá bola ohlásená v júli 1995 a ukončená vo februári 1996. V častiach 7.1 a 7.2 uvádzam historický prehľad obidvoch spoločností.

7.1 The Walt Disney Company

The Disney Brothers Studio vzniklo v roku 1923 podpísaním kontraktu bratov Disneyovcov na výrobu krátkych animovaných príbehov. V roku 1928 mal debut ich prvý animovaný film so zvukom a dialógmi, v ktorom sa objavili Mickey a Minnie. O rok neskôr sa spoločnosť delí na štyri časti: Walt Disney Production, Ltd; Walt Disney Enterprises, Liled Realty and Investment Company a Disney Film Recording Company. V roku 1932 dostáva Walt Disney Cenu Akadémie za prvý farebný animovaný film a v roku 1937 uvádza prvý dlhometrážny film sprevádzaný reklamnou kampaňou. Súčasne Walt Disney Production absorbuje tri ostatné spoločnosti vzniknuté v predchádzajúcom období. V roku 1940 spoločnosť vydáva 155 tisíc akcií.

Walt Disney zakladá v päťdesiatych rokoch WED Enterprises, spoločnosť, ktorá má v náplni vymyslieť a vytvoriť Disneyland - nový zábavný park. Takisto vzniká spoločnosť Retlaw Enterprises na kontrolu obchodných práv značky „Walt Disney“. V roku 1954 má premiéru na ABC Disneyland, hodinový televízny seriál vysielaný každý týždeň, ktorého životnosť je až 29 sezón. V júli o rok neskôr sa v Kalifornii otvárajú brány Disneylandu. Walt Disney Production investuje \$500 000 na kúpu 34.5% podielu Disneyland, Inc., spoločnosti, ktorá vlastní Disneyland. O tri roky neskôr vydáva Walt Disney Productions opcie na nákup zvyšných 31.0% Disneyland, Inc., za \$528 810 a začiatkom šesťdesiatych rokov predáva aj svoj podiel za približne 4 milióny dolárov.

V roku 1966 umiera Walt Disney a v roku 1971 aj jeho brat Roy O. Disney a tak si začiatkom osemdesiatych rokov Walt Disney Productions výmenou 888 461 akcií v hodnote \$46,2 miliónov kupuje práva na meno a logo Walt Disney a na Disneyland od spoločnosti Retlaw Enterprises. Walt Disney Pictures je zapísaná do obchodného

registra ako samostatná spoločnosť zodpovedná za rozvoj, produkciu a marketing všetkých vysielaných filmov a komerčných televíznych programov.

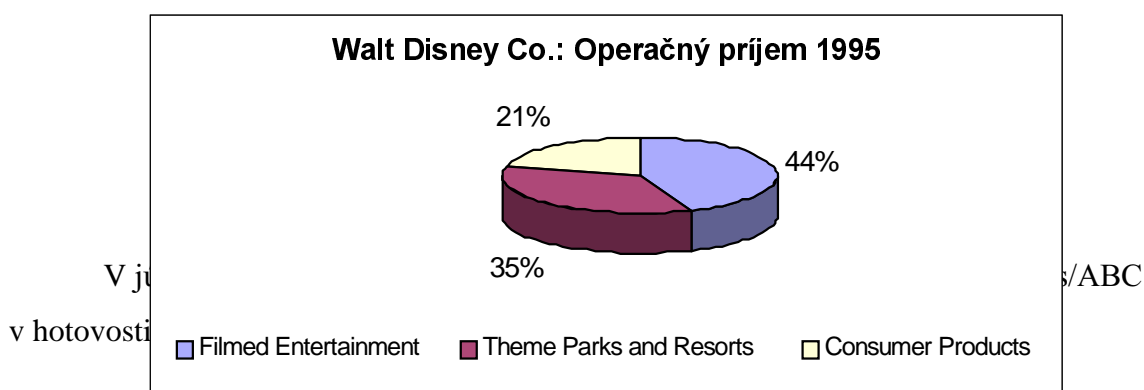
V apríli 1983 je neďaleko Tokya otvorený nový Disneyland a Disney Channel vysielala po prvýkrát cez káblovú televíziu. O rok neskôr Walt Disney Productions kupuje spoločnosť Arvida Corporation a jej manažment výmenou za 3,3 milióna svojich akcií v hodnote \$200 miliónov, ale vzápätí predáva 4,2 miliónov akcií (približne 11,1%) v hodnote \$328 miliónov skupine Reliance Group Holdings.

V roku 1986 si Walt Disney Productions mení meno na The Walt Disney Company a jeho zábavné parky vítajú 500-miliónového návštevníka. Zároveň v Kalifornii otvára aj svoj prvý obchod a začína s budovaním rezortu Euro Disney v Paríži. V januári 1988 The Walt Disney Company kupuje Wrather Corporation, ktorého aktíva zahŕňajú Disneyland Hotel, pozemky v okolí Disneylandu a úroky z nájmu nehnuteľností v Queen Mary and Spruce Goose, za približne \$161 miliónov v hotovosti a \$89 miliónov v dlhu. V roku 1989 je ponúknutý 51% podiel na Euro Disney S.C.A., v počte 170 miliónov akcií, európskym investorom. Zvyšných 49% ostáva v držbe The Walt Disney Company.

Začiatkom deväťdesiatych rokov vydáva Disney Press svoju prvú publikáciu, v blízkosti Paríža sa otvára Disneyland a pokračuje v budovaní ďalších parkov na území USA. V roku 1994 zaznamenáva spoločnosť obrovský úspech s celovečerným filmom „Lion King“, ktorý sa stáva ich najziskovejším filmom. V polovici roka sa Walt Disney Studios delia na tri časti : Walt Disney Feature Animation, Walt Disney Motion Pictures Group a Walt Disney Television and Telecommunication.

V roku 1995 pôsobila spoločnosť v troch odvetviach : parky (Walt Disney World), zábava (animované filmy, hudba, živé vystúpenia) a výroba spotrebiteľských produktov. Ich percentuálny podiel na príjme je zobrazený v nasledujúcom grafe.

Obr. č. 3 Podiel jednotlivých odvetví na príjme Walt Disney Co. v roku 1995



7.2 Capital Cities / ABC

Do roku 1943 existovali v USA dve rozhlasové stanice CBS a NBC. NBC však vlastnila dve siete NBC-blue a NBC-red. V rokoch 1938-1941 prebehol prieskum rozhlasových staníc a na základe neho FCC (Federal Communications Commission) navrhol predaj jednej časti NBC. 12. októbra 1943, v dôsledku tohto rozhodnutia, American Broadcasting Company, Inc. kúpila Blue Network Company za 8 miliónov dolárov.

V roku 1948 vydala FCC približne 100 televíznych licencií, čo malo za následok prechod na televízne vysielanie. Spoločnosť ABC bola najslabšia spomedzi všetkých troch a na pokraji bankrotu.

V roku 1951 ju za 25 miliónov dolárov kúpila spoločnosť United Paramount Theaters a touto fúziou sa začala nová éra ABC. V roku 1954 sa začala spolupráca s Waltom a Royom Disneyovcami, tí chceli totiž postaviť v Kalifornii nový zábavný park. ABC im požičalo \$15 miliónov výmenou za 35-percentný podiel na Disneylande a takisto si ABC kúpili práva na 7-ročné vysielanie televíznych seriálov Walt Disney (\$35 mil.), ktoré sa stali veľmi úspešnými. O rok neskôr prišli na trh s novým zábavným programom, produkovaným Warner Brothers, ktorý sa stal veľkým hitom. Séria úspechov pokračovala aj v šesťdesiatych a sedemdesiatich rokoch vďaka niekoľkým seriálom a ABC sa dostala na prvé miesto v ratingoch.

V druhej polovici sedemdesiatych rokov sa začalo vysielanie nových seriálov, ktoré mali vysokú úspešnosť u divákov, čo sa odrazilo aj na ziskoch spoločnosti : 1975 - \$29 mil, 1976 - \$83 mil, 1977 - \$165 mil. V rokoch 1978-79 sa ABC dostalo 14-krát do rebríčka najlepších programov a po prvý raz v histórii sa stalo, že televízna sieť prekonalala vo svojich príjmoch miliardovú hranicu.

Na konci sedemdesiatych rokov sa začala éra satelitných televíznych staníc, s ktorou prišli na trh takí nováčikovia ako HBO, CNN a WTBS. Aby s nimi udržala krok, v roku 1980 ABC kúpila káblový športový kanál ESPN.

Výhodou ABC bolo, že vlastnila väčšinu práv na svoje “mydlové opery”, čím sa jej vysoké denné ratingy premietali priamo do zisku. Neskôr však boli zisky poznačené

vysokými nákladmi a prepadávajúcimi sa ratingami a ABC začala zaostávať za svojimi konkurentami.

V roku 1986 Capital Cities Communication prevzala ABC v 3,5 miliardovej fúzii, čím odštarovala rad fúzií v tejto oblasti. Novovzniknutá spoločnosť Capital Cities/ABC Inc. sa, podľa názoru investorov, stala jednou z najlepšie fungujúcich mediálnych spoločností.

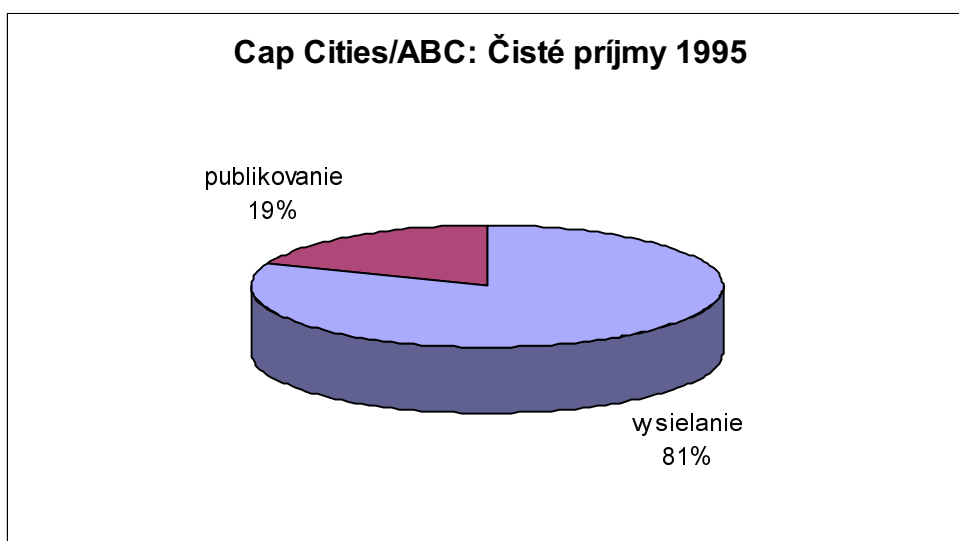
V prvej polovici deväťdesiatych rokov vlastnila spoločnosť 18 rozhlasových staníc, čo predstavovalo 24,1-percentný podiel na americkom trhu.

Tab. č. 2 Podiel rozhlasových staníc spoločnosti na trhu v USA

Stanica	WABC-AM	KABC-AM	WLS-AM	KGO-AM	WJR-AM	WMAL-AM	WBAP-AM	WKHX-AM	KQRS-AM	Celkom
% na trhu USA	6.6%	4.6%	3.2%	2.5%	1.7%	1.6%	1.6%	1.3%	1.0%	24.1%

V roku 1995 sa podnikanie spoločnosti delilo na dve hlavné časti : tlač (noviny, časopisy, knihy) a vysielanie. Ich percentuálny podiel na čistom príjme bol približne 1 : 4.

Obr. č. 4 Podiel jednotlivých odvetví na čistom príjme Capital Cities/ABC v roku 1995



V roku 1995 prebehla akvizícia Capital Cities/ABC firmou Walt Disney Co. za 19 miliárd dolárov, čo bola dovtedy druhá najvyššia cena zaplatená za americkú spoločnosť a dovtedy najväčšia a najlepšie utajovaná mediálna akvizícia v histórii.

155 miliónov akcií Capital Cities/ABC bolo rozdelených nasledovným spôsobom. 82% akcionárov Capital Cities/ABC si zvolilo výmenu jednej akcie za 1,049 Disney akcie a 61,96 USD v hotovosti. 14% dalo prednosť štandardnému prístupu a za jednu akciu dostali 1 Disney akciu a 65 USD v hotovosti. A nakoniec 4% akcionárov dostali za každú svoju akciu 127 USD v hotovosti.

7.3 Ciele akvizície

Cieľom prevzatia firmy Capital Cities/ABC spoločnosťou Walt Disney bola najmä snaha o vertikálne rozšírenie. Vlastníctvom programového televízneho kanálu by sa získala lepšia kontrola nad distribúciou, čím by vznikli synergické efekty pri úspore nákladov .

Walt Disney Co. kúpou Capital Cities/ABC získal nielen televíznu sieť, ale takisto aj 8 televíznych staníc, 21 rozhlasových staníc, káblové stanice, 7 novín a časopisy.

Novovzniknutá spoločnosť by mala podnikat' v nasledujúcich sektoroch: mediálne siete (televízne a rozhlasové stanice ABC, káblové a satelitné programy, tlač), parky a rezorty (zábavné parky, sieť hotelov, športové komplexy), štúdiá (celovečerné filmy, videá, televízne programy) a spotrebitel'ské produkty.

7.4 Hodnota spoločností pred akvizíciou

Keďže pri akvizícii Walt Disney Co. a Capital Cities/ABC išlo o prevzatie celej firmy, budeme pri oceňovaní oboch spoločností počítat' ich hodnotu ako hodnotu firmy s použitím metódy diskontovaných cash flow.

Pomocou odhadu budúcich výnosov spoločnosti sa určia predpovede budúcich peňažných tokov. Diskontované peňažné toky boli prognózované na 10-ročné obdobie. Keďže som nenašla prognózy na mieru rastu výnosov po roku 1995, pre obidve spoločnosti som ju odhadla v troch fázach podľa historických výnosov do roku 1995.

Pre The Walt Disney Company predpokladám rast výnosov v rokoch 1996-1999 16%, v rokoch 2000-2005 10% a od roku 2006, teda v stabilnej fáze, mieru rastu 3%.

Spoločnosť Capital Cities/ABC ťažila v polovici deväťdesiatych rokov zo zlepšujúcich sa ratingov a z niekoľkých úspešných investícií. Jej miery rastu predpokladám nasledovne: 1996-1999 20%, v rokoch 2000-2005 14% a od roku 2006 predpokladám mieru rastu 3%.

7.4.1 Diskontná sadzba

Za diskontnú sadzbu zvolím vážené kapitálové náklady. Tie určím pomocou vzorcov (4) a (5) v kapitole 4.1.3. Koeficientu beta za rok 1995 priradím hodnoty 1,15 pre Walt Disney Co. a 0,95 pre Capital Cities/ABC. Výška trhovej prémie za riziko bola 5,5% a bezriziková úroková miera dosiahla hodnotu 7% pre obidve spoločnosti. Takže hodnota vážených kapitálových nákladov je 12,51% pre Walt Disney Co. a 11,90% pre Capital Cities/ABC.

7.4.2 Predpoveď diskontovaných peňažných tokov

Úvodným krokom k odhadu budúcich výnosov je analýza historických údajov zo súvahy, výkazu ziskov a strát a výkazu peňažných tokov. Pre spoločnosť Walt Disney boli k dispozícii podrobnejšie údaje od roku 1990 (prílohy číslo 1 - 4) a pre Capital Cities/ABC od roku 1992 (prílohy číslo 5 - 7). Na základe vývoja viacerých položiek ako podiel na čistých výnosoch pre obidve spoločnosti určím sadzbu pre predpoveď (prílohy 8 a 9) a pomocou nej budem predpovedať diskontované peňažné toky (prílohy 10 a 11).

7.4.3 Výpočet hodnoty spoločnosti Walt Disney

Na určenie hodnoty Walt Disney Co. použijem trojfázový cash flow model (vzorec (7) kapitola 4.1.3).

Tab. č. 3 Hodnota spoločnosti Walt Disney

(v mil. USD okrem diskont. sadzby)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Disponibilné peňažné toky	1 275	1 479	1 716	1 954	2 188	2 451
Diskontná sadzba (12,51 %)	0,8888	0,7900	0,7021	0,6240	0,5546	0,4929
Súčasná hodnota peňažných tokov	1 133	1 168	1 205	1 219	1 214	1 208
	2002	2003	2004	2005	2006	
Disponibilné peňažné toky	2 745	3 132	3 633	4 214	4 889	
Diskontná sadzba (12,51 %)	0,4381	0,3894	0,3461	0,3076	0,2734	
Súčasná hodnota peňažných tokov	1 202	1 220	1 257	1 296	1 337	
Suma súč. hodnôt peňažných tokov	12 123					
Trvalá hodnota	51 393					
Diskontná sadzba	0,3076					
Súčasná hodnota trvalej hodnoty	15 809					
Hodnota operácií	27 932					
Neoperačné aktíva	1 701					
Hodnota Firmy	29 633					
Cena akcie (1 USD)	49,86					

K dátumu ohodnotenia (september 1995) bola priemerná štvrtročná cena akcie 57,41 USD. Rozdiel medzi odhadovanou cenou akcie 49,86 a reálnou cenou môže byť spôsobený príliš optimistickými očakávaniami rastu výnosov, ale hodnota spoločnosti takisto závisí aj od odhadovanej diskontnej sadzby. Zmena vážených kapitálových nákladov (WACC) o 1% má výrazný vplyv na hodnotu spoločnosti. Ako vidno v tabuľke č.4, hodnota Walt Disney Co. sa zmení o 3 až 4 miliardy.

Tab. č. 4 Analýza citlivosti vzhľadom na diskontnú sadzbu

Diskontná sadzba (WACC)	11,51%	12,51%	13,51%
Hodnota Walt Disney Co. (mil. USD)	33 774	29 641	26 343
Cena akcie	57,67	49,88	43,66

7.4.4 Výpočet hodnoty spoločnosti Capital Cities/ABC

Na určenie hodnoty Capital Cities/ABC použijem, ako v predchádzajúcom prípade, trojfázový cash flow model.

Tab. č. 5 Hodnota spoločnosti Capital Cities/ABC

(v mil. USD okrem diskont. sadzby)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Disponibilné peňažné toky	585	702	842	983	1 121	1 277
Diskontná sadzba (11,90 %)	0,8937	0,7987	0,7138	0,6379	0,5701	0,5095
Súčasná hodnota peňažných tokov	523	560	601	627	639	651
	2002	2003	2004	2005	2006	
Disponibilné peňažné toky	1 456	1 660	1 892	2 157	2 459	
Diskontná sadzba (11,90 %)	0,4553	0,4069	0,3637	0,3250	0,2904	
Súčasná hodnota peňažných tokov	663	676	688	701	714	
Suma súč. hodnôt peňažných tokov	6 329					
Trvalá hodnota	27 649					
Diskontná sadzba	0,3250					
Súčasná hodnota trvalej hodnoty	8 986					
Hodnota operácií	15 314					
Neoperačné aktíva	1 242					
Hodnota Firmy	16 557					
Cena akcie (1 USD)	103,30					

V roku 1995, v čase hodnotenia spoločnosti Capital Cities/ABC, bola hodnota jej akcie približne 125,- USD, teda vyššia oproti odhadovanej hodnote 103,30. Vyššia trhovú cenu akcie bola zrejme spôsobená zhodnotením v súvislosti s nastávajúcou akvizíciou.

Tab. č. 6 Analýza citlivosti vzhľadom na diskontnú sadzbu

Diskontná sadzba (WACC)	10,90%	11,90%	12,90%
Hodnota Capital Cities/ABC (mil. USD)	18 970	16 557	14 640
Cena akcie	118,97	103,23	90,85

7.5 Odhad hodnoty novovzniknutej spoločnosti The Walt Disney Company

Ako v kapitole 5.4, aj v prípade novovzniknutej spoločnosti boli diskontované peňažné toky prognózované na 10-ročné obdobie. Pre The Walt Disney Company predpokladám rast výnosov v rokoch 1996-1999 16%, v rokoch 2000-2005 10% a od roku 2006, teda v stabilnej fáze, mieru rastu 3%.

7.5.1 Diskontná sadzba

Za diskontnú sadzbu zvolím vážený priemer WACC vzhľadom na vlastný kapitál oboch spoločností. Pre spoločnosť Walt Disney boli vážené kapitálové náklady 12,51% a pre Capital Cities/ABC 11,90%. Vlastný kapitál Walt Disney Co. tvorí 58,41% a Capital Cities/ABC 41,59% spoločného vlatného kapitálu, takže diskontná sadzba pre oceňovanie novovzniknutej spoločnosti bude 12,26%.

7.5.2 Predpoveď diskontovaných peňažných tokov

Na základe vývoja viacerých položiek ako podiel na čistých výnosoch spoločnosti určím sadzbu pre predpoveď (prílohy 8 a 9) a pomocou nej budem predpovedať diskontované peňažné toky (prílohy 10 a 11).

7.5.3 Výpočet hodnoty spoločnosti Walt Disney

Na určenie hodnoty Walt Disney Co. použijem trojfázový cash flow model. Jednotlivé percentuálne podiely vzhľadom na čisté výnosy a výpočet disponibilných peňažných tokov uvádzam v prílohe č. 12.

Tab. č. 7 *Hodnota novovzniknutej spoločnosti Walt Disney*

(v mil. USD okrem diskont. sadzby)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Disponibilné peňažné toky	3 266	3 057	3 547	1 905	2 095	4 400
Diskontná sadzba (12,26 %)	0,8908	0,7936	0,7069	0,6297	0,5610	0,4997
Súčasná hodnota peňažných tokov	2 909	2 426	2 507	1 199	1 175	2 199
	2002	2003	2004	2005	2006	
Disponibilné peňažné toky	4 840	5 324	5 856	6 442	7 086	
Diskontná sadzba (12,26 %)	0,4452	0,3966	0,3533	0,3147	0,2803	
Súčasná hodnota peňažných tokov	2 155	2 111	2 069	2 027	1 986	
Suma súč. hodnôt peňažných tokov	20 778					
Trvalá hodnota	76 553					
Diskontná sadzba	0,3147					
Súčasná hodnota trvalej hodnoty	24 091					
Hodnota operácií	44 869					
Neoperačné aktíva	2 943					
Hodnota Firmy	47 812					

7.5.4 Synergické efekty

Synergické efekty vzniknuté pri akvizícii vypočítam ako rozdiel medzi hodnotou novovzniknutej spoločnosti a súčtom hodnôt samostatných spoločností. Podľa mojich predpovedí, by mala mať očakávaná synergia hodnotu 1602 miliónov USD. Tento ukazovateľ sa však pri 1%-nej zmene diskontnej sadzby mení o 4 až 6 percent (tabuľka č. 8).

Tab. č. 8 Analýza citlivosti synergických efektov vzhľadom na diskontnú sadzbu

	Diskontná sadzba	Hodnota spoločnosti (mil.)	Synergické efekty (mil.)	Posun (%)
Cap Cities/ABC	10,90%	18 970		6,15%
Walt Disney	11,51%	33 774		
Walt Disney - nová	11,26%	54 247	1 503	
Cap Cities/ABC	11,90%	16 557		4,36%
Walt Disney	12,51%	29 632		
Walt Disney - nová	12,26%	47 791	1 602	
Cap Cities/ABC	12,90%	14 640		4,36%
Walt Disney	13,51%	26 343		
Walt Disney - nová	13,26%	42 655	1 672	

7.6 Porovnanie odhadov so skutočnosťou

Predpoklady synergických efektov z úspor nákladov sa ukázali byť pravdivé (tabuľka č. 9). Reálne náklady boli oproti mojej prognóze vyššie len v roku 1996 a 1997. Dva roky bol asi čas, potrebný na integráciu kúpeného podniku a s tým boli samozrejme spojené vyššie výdavky.

Tab. č. 9 Porovnanie prognózovaných nákladov so skutočnosťou

(mil. USD)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Náklady - prognóza	13 878	16 099	18 675	21 663	23 829	26 212	28 833
Náklady - reálne	15 406	18 161	18 466	19 715	21 233	21 573	22 924

Na druhej strane, v oblasti príjmov sa očakávania nesplnili (tabuľka č. 10). Skutočné čisté príjmy spoločnosti boli nižšie ako v predpovedi a rástli pomalšie. Z roku 2000 na rok 2001 dokonca klesli.

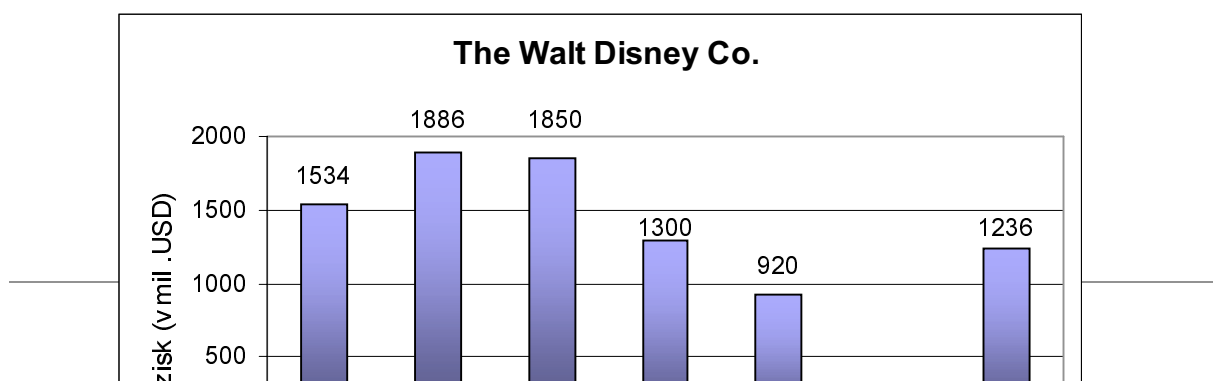
Tab. č. 10 Porovnanie prognózovaných čistých príjmov so skutočnosťou

(mil. USD)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Čisté príjmy - prognóza	22 029	25 554	29 642	34 385	37 824	41 606	45 767
Čisté príjmy - reálne	18 739	22 473	22 976	23 435	25 402	25 172	25 329

7.7 Vyhodnotenie akvizície

Čisté zisky spoločnosti sa zvyšovali až do roku 1997 a po roku 1998 nastal prudký pokles, ktorý viedol až k strate v roku 2001.

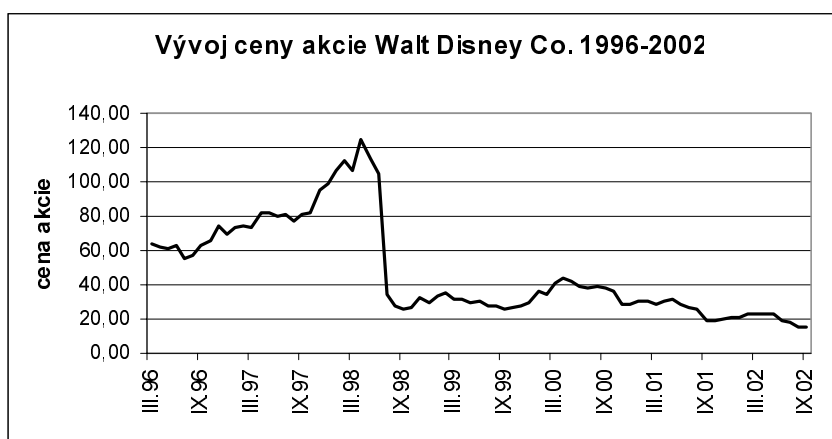
Obr. č. 5 Čisté zisky spoločnosti v rokoch 1996-2002



Na výsledok prevzatia, ako aj na ďalší vývoj spoločnosti vplývali interné aj externé faktory. Rizikom vertikálnej akvizície mohla byť strategická rôznorodosť obidvoch firiem. Negatívne pôsobilo aj potlačenie rozvoja na využitie vlastných schopností a s tým spojená nedostatočná pružnosť. Na stratu v roku 2001 sa podpísala aj recesia americkej ekonomiky.

Klesanie ziskov bolo takisto dôsledkom vývoja elektronických médií. Klasické televízne vysielanie postupne stráca na sile kvôli iným konkurujúcim médiám. Akcie veľkých sietí strácali od druhej polovice deväťdesiatych rokov svoju hodnotu najmä kvôli novým typom zábavy, ako je internet, interaktívne hry, video a DVD.

Obr. č. 6 Vývoj ceny akcie spoločnosti Walt Disney



Disney sa preto snažil prispôbiť novým trendom a v roku 1997 vytvoril Internet Group, ako piate odvetvie, ktoré vytvára, riadi a koordinuje internetové stránky spoločnosti. Zatiaľ je však stratové. Čo sa týka operačných príjmov spoločnosti

vzhľadom na jednotlivé odvetvia, len dve z nich vykazujú stúpajúci trend: zábavné parky a rezorty, ale najmä mediálne siete vďaka ABC a káblovému športovému kanálu ESPN. Hodnota ESPN predstavovala v roku 1999 viac ako 19 miliárd amerických dolárov, čo bola hodnota, ktorú spoločnosť Walt Disney zaplatila za prevzatie Capital Cities/ABC. Operačné príjmy za posledných päť rokov klesali v odvetviach: spotrebiteľské produkty a štúdiá.

7.7.1 Hodnota spoločnosti Walt Disney v roku 2002

Pre dotvorenie obrazu o súčasnom stave spoločnosti Walt Disney vypočítam jej aktuálnu hodnotu pomocou dvojfázového cash flow modelu.

Na základe údajov získaných z Bloombergu je pre spoločnosť Walt Disney predpovedaný dlhodobý rast 14,05%. Budúce peňažné toky odhadneme pre roky 2003-2012 a v stabilnej fáze budeme predpokladať rast 5 %. Výška trhovej prémie za riziko je 6,81 %, bezrizikovej úrokovej miery 3,968 % a koeficient beta je odhadnutý na 1,13. Hodnota vážených kapitálových nákladov je teda 7,77 %.

Tab. č. 11 *Hodnota spoločnosti Walt Disney Co. v roku 2002*

(v mil. USD okrem diskont. sadzby)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Disponibilné peňažné toky	1 165	1 329	1 516	1 729	1 972	2 249
Diskontná sadzba (7,77 %)	0,9279	0,8610	0,7989	0,7413	0,6879	0,6383
Súčasná hodnota peňažných tokov	1 081	1 144	1 211	1 282	1 356	1 435
	2009	2010	2011	2012	2013	
Disponibilné peňažné toky	2 565	2 925	3 336	3 805	4 339	
Diskontná sadzba (7,77 %)	0,5923	0,5496	0,5100	0,4732	0,4391	
Súčasná hodnota peňažných tokov	1 519	1 607	1 701	1 800	1 905	
Suma súč. hodnôt peňažných tokov	14 138					
Trvalá hodnota	68 794					
Diskontná sadzba	0,4732					
Súčasná hodnota trvalej hodnoty	32 553					
Hodnota operácií	46 691					
Neoperačné aktíva	3 024					
Hodnota Firmy	49 715					
Cena akcie (1 USD)	17,03					

K dátumu ohodnotenia (september 2002) bola priemerná štvrtročná cena akcie 16,18 USD. Takže rozdiel medzi odhadovanou cenou akcie 17,03 a reálnou cenou je minimálny. Zmena diskontnej sadzby o 1% má aj v tomto prípade výrazný vplyv na celkovú hodnotu firmy ako aj na hodnotu akcie (tabuľka č. 12).

Tab. č. 12 Analýza citlivosti vzhľadom na diskontnú sadzbu

Diskontná sadzba (WACC)	6,77%	7,77%	8,77%
Hodnota Walt Disney Co. (mil. USD)	79 917	49 705	36 104
Cena akcie	31,81	17,03	10,37

8. Záver

Cieľom mojej diplomovej práce bolo poskytnúť základný prehľad teórie o spájaní firiem, opísať, v čom spočíva jeho účel, aké sú jeho ciele a základné fázy, ale takisto aj problémy, ktorým je treba čeliť. Spájanie veľkých firiem vždy patrilo k najdôležitejším udalostiam v hospodárskom svete, ale aj zlučovanie malých a stredných podnikov je nemenej významné. Podnetom pre oceňovanie firmy však

nemusi byť len kúpa firmy, ale tiež jej predaj, zmena právnej formy, uvádzanie firmy na burzu alebo poskytnutie úveru.

V praktickej časti práce som ohodnocovala firmy vstupujúce do akvizície a na základe výpočtov som predpovedala ich ďalší vývoj, ako aj výsledky akvizície. Obidve samostatné spoločnosti, ako aj novovzniknutú spoločnosť, som oceňovala pomocou metódy diskontovaných cash flow, na ktorú som sa zamerala aj v teoretickej časti.

Dáta som čerpala najmä z internetovských stránok a keďže akvizícia prebehla v roku 1995, prístupnosť historických údajov, najmä o prevzatej firme, bola slabšia. Na hodnotu podniku vplyvajú viaceré faktory, ako napríklad finančné výsledky, a je preto ťažké priradiť podniku jednu fixnú cenu, ktorá nemusí zahŕňať napríklad očakávania investora. Na čo najpresnejšie určenie hodnoty spoločnosti by bolo preto potrebné mať prístup k informáciám zvnútra firmy. Určenie diskontnej sadzby má takisto veľký vplyv na hodnotu podniku, keďže jej malá zmena môže zmeniť hodnotu firmy o desiatky miliárd. Citlivá na diskontnú sadzbu je taktiež hodnota synergických efektov.

Pri porovnaní mojich prognóz so skutočnosťou vidieť určité rozdiely. Synergické efekty sa prejavili najmä v nákladoch výraznejšie, ako som predpokladala. Predpovede čistých reálnych príjmov, najmä za posledné roky, však boli podstatne vyššie ako ich skutočné hodnoty. Rizikom akvizície bola strategická rôznorodosť obidvoch firiem a s tým spojená náročnosť integrácie kupovaného podniku do podniku kupujúceho. Na nízke príjmy spoločnosti ako aj na jej klesajúce zisky mal takisto vplyv vývoj elektronických médií, kvôli ktorému klasické televízne vysielanie postupne strácalo na sile a spoločnosť sa musela začať prispôbovať novým trendom, čo nebolo jednoduché.

S cieľom preskúmať aktuálnu situáciu firmy som uskutočnila jej ohodnotenie pre súčasné obdobie, t.j. sedem rokov po akvizícii. Nominálna hodnota spoločnosti je vyššia takmer o 2 miliardy oproti odhadovanej hodnote pred akvizíciou, takže z dlhodobého hľadiska sa akvizícia ukázala byť úspešná, o čom svedčia aj stúpajúce zisky sa posledný rok.

Predpovedať vývoj podniku na dlhšie obdobie je riskantné, pretože prognóza závisí nielen od schopností a výsledkov daného podniku, ale aj od situácie na trhu,

technického pokroku a celkového stavu hospodárstva danej krajiny. Z mojej analýzy je zrejmé, že tieto externé vplyvy sa odrazili aj na výsledkoch akvizície Walt Disney Co. a Capital Cities/ABC.

Príloha č. 1 *Historický výkaz ziskov a strát spoločnosti Walt Disney Co.*

(in millions USD)	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Revenues						
Filmed Entertainment	2 250,3	2 593,7	3 115,2	3 673,4	4 793,3	6 001,5
Theme Parks and Resorts	2 933,2	2 794,3	3 306,9	3 440,7	3 463,6	3 959,8
Consumer Products	573,8	724,0	1 081,9	1 415,1	1 798,2	2 150,8
	5 757,3	6 112,0	7 504,0	8 529,2	10 055,1	12 112,1
Costs and Expenses						
Filmed Entertainment	1 937,3	2 275,6	2 606,9	3 051,2	3 937,2	4 927,1
Theme Parks and Resorts	2 130,3	2 247,7	2 662,9	2 693,8	2 779,5	3 099,0
Consumer Products	350,6	494,2	798,9	1 059,7	1 372,7	1 640,3
	4 418,2	5 017,5	6 068,7	6 804,7	8 089,4	9 666,4
Operating Income						
Filmed Entertainment	313,0	318,1	508,3	622,2	856,1	1 074,4
Theme Parks and Resorts	802,9	546,6	644,0	746,9	684,1	860,8
Consumer Products	223,2	229,8	283,0	355,4	425,5	510,5
	1 339,1	1 094,5	1 435,3	1 724,5	1 965,7	2 445,7
Corporate Activities						
General an administrative expenses	138,5	160,8	148,2	164,2	162,2	183,6
Net interest (income) expense	-37,7	-14,4	-3,5	-28,4	-10,0	110,3
	100,8	146,4	144,7	135,8	152,2	293,9
Income (Loss) from Investment in Euro Disney	86,4	63,8	11,2	-514,7	-110,4	-35,1
Income before Income Taxes	1 324,7	1 011,9	1 301,8	1 074,0	1 703,1	2 116,7
Unusual charges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Income taxes	500,7	375,3	485,1	402,7	592,7	736,6
Income from continuing operations	824,0	636,6	816,7	671,3	1 110,4	1 380,1
Income from discontinued operations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cumulative effect of accounting changes	0,0	0,0	0,0	-371,5	0,0	0,0
Net Income	824,0	636,6	816,7	299,8	1 110,4	1 380,1

Príloha č. 2 *Historické údaje o výške aktív spoločnosti Walt Disney Co.*

(in millions USD)	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Assets						
Cash and cash equivalents	819,8	886,1	764,8	363,0	186,9	1 076,5
Investments	588,1	782,1	1 407,0	1 888,5	1 323,2	866,3
Accounts receivable	719,8	969,7	1 033,3	1 180,7	1 328,4	1 629,8
Other receivables	11,7	48,7	146,0	209,6	342,1	163,0
Merchandise inventories	269,2	311,6	424,2	511,8	524,2	562,6
Real estate inventories	0,0	0,0	38,6	97,1	144,1	261,4
Film and television costs	641,1	596,9	760,5	1 360,9	1 596,2	2 099,4
Theme parks, resorts and other property, at cost						
Attraction, buildings and equipment	4 654,6	5 628,1	6 285,3	6 732,1	7 450,4	8 339,9
Accumulated depreciation	-1 405,1	-1 667,8	-1 999,6	-2 286,4	-2 627,1	-3 038,5
	3 249,5	3 960,3	4 285,7	4 445,7	4 823,3	5 301,4
Projects in progress	594,0	540,9	440,1	688,2	879,1	778,4
Land	67,0	70,4	72,9	94,3	112,1	110,5
	3 910,5	4 571,6	4 798,7	5 228,2	5 814,5	6 190,3
Investment in Euro Disney	464,0	581,0	659,1	0,0	629,9	532,9
Other assets	598,1	680,5	829,5	911,3	936,8	1 223,6
Total assets	8 022,3	9 428,2	10 861,7	11 751,1	12 826,3	14 605,8

Príloha č. 3 *Historické údaje o výške pasív spoločnosti Walt Disney Co.*

(in millions USD)	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Liabilities and Stockholder`s Equity						
Accounts payable	861,0	1 111,5	1 374,4	1 755,4	1 771,8	2 130,8
Payroll and employee benefits	261,1	303,4	328,9	661,9	638,6	646,7
Other accounts payable	36,0	18,9	88,6	112,8	64,4	65,0
Income taxes payable	200,3	296,2	381,0	291,0	267,4	200,2
Borrowings	1 584,6	2 213,8	2 222,4	2 385,8	2 936,9	2 984,3
Unearned royalty and other advances						
Tokyo Disneyland royalty advances	559,4	545,8	522,3	490,9	466,6	452,1
Other accounts payable	282,5	313,7	350,5	349,8	233,3	408,6
Deferred income taxes	748,8	753,9	889,0	673,0	939,0	1 067,3
Stockholders equity						
Common stock	13,6	13,7	13,8	14,1	14,2	14,4
Paid-in capital	489,2	536,0	606,1	862,3	931,1	1 211,9
Retained earnings	3 401,1	3 950,5	4 661,9	4 833,1	5 790,3	6 990,4
Cumulative translation and other adjustments	67,7	35,2	86,9	36,7	59,1	37,3
	3 971,6	4 535,4	5 368,7	5 746,2	6 794,7	8 254,0
Less treasury stock	483,0	664,1	664,1	715,7	1 286,4	1 603,2
	3 488,6	3 871,3	4 704,6	5 030,5	5 508,3	6 650,8
Total Liabilities and Stockholder`s Equity	8 022,3	9 428,5	10 861,7	11 751,1	12 826,3	14 605,8

Príloha č. 4 *Historické údaje o výške peňažných tokov spoločnosti Walt Disney Co.*

(in millions USD)	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Cash Provided by Operations						
Income from contin. operations before income taxes and cumulative effect of acc. changes	1 324,7	1 011,9	1 301,8	1 074,0	1 703,1	2 116,7
Income taxes (paid) refunded, net	-421,4	-261,2	-293,9	-308,7	-320,4	-557,4
Cumulative effect of accounting changes	0,0	0,0	0,0	-514,2	0,0	0,0
Charges to Income Net Requiring Cash Outlays						
Depreciation	203,1	263,5	317,3	364,2	409,7	470,2
Amortization of film and television costs	335,2	531,0	442,3	664,2	1 198,6	1 328,8
Euro Disney	0,0	0,0	0,0	350,0	110,4	36,1
Unusual charges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	-36,7	29,7	155,4	163,5	121,1	99,3
Changes in						
Receivables	-166,2	-266,8	-161,5	-211,0	-280,2	-122,3
Merchandise inventories	-44,9	-42,4	-151,2	-146,1	-59,4	-166,7
Prepaid expenses and other assets	-64,1	-46,9	-121,3	197,0	-81,5	-223,7
Accounts payable and other accrued liabilities	300,0	280,1	335,9	544,4	146,7	368,3
Unearned royalty and other advances	-70,8	-2,2	13,3	-32,1	-140,8	160,8
Total cash Provided by Operations	1 358,9	1 496,7	1 838,1	2 145,2	2 807,3	3 510,1
Investing Activities						
Film and television costs	-533,0	-486,8	-606,0	-1 264,6	-1 433,9	-1 886,0
Theme parks, resorts and other property	-726,5	-954,4	-599,1	-813,9	-1 026,1	-896,5
Euro Disney investment	135,1	-50,6	-68,3	-140,1	-971,1	144,8
Investments, net	74,2	-194,3	-624,5	-481,5	541,4	427,1
Other	-131,7	-40,2	-25,8	40,4	3,0	-77,8
Total Investing Activities	-1 181,9	-1 726,3	-1 923,7	-2 659,7	-2 886,7	-2 288,4
Financing Activities						
Borrowings	965,0	641,9	182,8	1 256,0	1 866,4	786,1
Reduction of borrowings	-255,9	-124,6	-184,6	-1 119,2	-1 315,3	-771,9
Repurchases of common stock	-427,5	-181,1	0,0	-31,6	-570,7	-348,7
Dividends	-74,1	-87,2	-105,3	-128,6	-153,2	-179,9
Other	54,5	46,9	71,4	136,1	76,1	182,3
Total Financing Activities	262,0	295,9	-35,7	112,7	-96,7	-332,1
Cash Provided by Discontinued Operations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Increase (Decrease) in Cash	439,0	66,3	-121,3	-401,8	-176,1	889,6
Cash Balance, Beginning of Year	380,8	819,8	886,1	764,8	363,0	186,9
Cash Balance, End of Year	819,8	886,1	764,8	363,0	186,9	1 076,5

Príloha č. 5 *Historický výkaz ziskov a strát spoločnosti Capital Cities/ABC*

(in millions USD)	1991	1992	1993	1994	1995
Net revenues	5 382,0	5 344,1	5 673,7	6 379,2	6 878,6
Costs and expenses:					
Direct operating expenses	3 463,6	3 421,1	3 557,3	3 772,1	4 165,9
Selling general and administrative	998,8	1 043,6	1 097,8	1 195,8	1 208,8
Merger costs	0,0	0,0	0,0	0,0	91,3
Depreciation	96,0	95,7	95,0	109,1	115,8
Amortization of intangible assets	62,3	62,0	61,3	63,4	65,7
	4 620,8	4 622,3	4 811,5	5 140,4	5 647,4
Operating income	761,2	721,8	862,1	1 238,8	1 231,2
Other income (expense):					
Interest expense	-179,3	-104,0	-59,8	-55,1	-57,2
Interest income	98,8	52,0	36,7	24,6	72,3
Miscellaneous net	-18,5	16,2	-10,6	-3,0	67,0
	-99,0	-35,9	-33,8	-33,5	82,2
Income before income taxes	662,2	685,9	828,4	1 205,3	1 313,3
Income taxes:					
Federal	233,6	245,5	300,1		
State and local	53,9	51,1	60,9		
	287,5	296,6	361,0	525,5	584,7
Income before extraordinary charge and cumulative effect of accounting changes	374,7	389,3	467,4	679,8	728,6
Extraordinary charge net of income taxes	-31,2	0,0	-12,1	0,0	
Cumulative effect of accounting changes net of income taxes	0,0	-143,2	0,0	0,0	
Net income	343,5	246,1	455,3	679,8	728,6

Príloha č. 6 *Historická súvaha spoločnosti Capital Cities/ABC*

(in millions USD)	1992	1993	1994	1995
Current assets				

Cash and short-term cash investments	686,9	264,3	781,4	1 038,8
Short-term investments	510,8	173,8	238,0	272,4
Accounts and notes receivable	820,1	882,0	1 056,3	961,9
Program licenses and rights	524,5	495,1	440,4	444,8
Other current assets	190,3	177,0	200,1	244,6
Total current assets	2 732,6	1 992,2	2 716,2	2 962,4
Property, plant and equipment, at cost				
Land	333,8	334,7		
Buildings and improvements	692,8	707,9		
Broadcasting and publishing equipment	755,3	788,5		
Other, including construction-in-progress	226,3	238,9		
	2 008,2	2 070,0	2 122,5	2 191,2
Less accumulated depreciation	692,3	751,3	831,8	893,5
Property, plant and equipment, net	1 316,0	1 318,7	1 290,7	1 297,7
Intangible assets	2 047,2	2 034,7	1 999,3	2 121,4
Program licenses and rights, noncurrent	187,9	190,9	195,6	198,0
Investment in unconsolidated equity affiliates	0,0	0,0	334,5	357,1
Other assets	238,5	256,1	232,0	312,8
TOTAL ASSETS	6 522,2	5 792,6	6 768,2	7 249,5
Current liabilities				
Accounts payable	141,0	144,2	163,6	140,7
Accrued compensation	77,1	103,0	131,4	301,5
Accrued interest	22,5	9,6	0,0	0,0
Accrued expenses and other current liabilities	218,5	201,1	273,3	328,1
Program licenses and rights	296,5	264,9	281,9	340,6
Taxes on income	135,4	142,6	189,3	84,9
Long-term debt due within one year	203,9	5,3	4,2	93,8
Total current liabilities	1 094,9	870,7	1 043,6	1 289,7
Deferred compensation	93,4	109,6	188,5	71,6
Deferred income taxes	249,2	240,9	247,5	228,6
Program licenses and rights, noncurrent	41,0	42,2	39,3	49,2
Other liabilities	241,3	243,9	234,0	241,9
Long-term debt due after one year	912,1	616,7	610,7	514,1
Total liabilities	2 631,8	2 124,1	2 363,5	2 395,0
Minority interest	84,6	96,4	116,2	119,4
Stockholders' equity				
Preferred stock	0,0	0,0	0,0	
Common stock	18,4	18,4	18,4	18,4
Additional paid-in capital	1 031,6	1 030,6	1 036,1	1 046,8
Unrealized net gains on investments	0,0	0,0	57,0	70,1
Retained earnings	3 640,7	4 092,7	4 748,6	5 219,2
	4 690,7	5 141,7	5 860,1	6 354,5
Less common stock in treasury, at cost	884,9	1 569,6	1 571,5	1 619,5
Total stockholders' equity	3 805,7	3 572,1	4 288,6	4 735,0
	6 522,2	5 792,6	6 768,2	7 249,5

Príloha č. 7 Historické údaje o výške peňažných tokov spoločnosti Capital Cities/ABC

(in millions USD)	1991	1992	1993	1994
Cash flows from operating activities:				

Net income	343,5	246,1	455,3	659,8
Adjustments to reconcile net income to net cash				
Noncash and nonoperating items:				
Depreciation	96,0	95,7	95,0	108,4
Amortization of intangible assets	62,3	62,0	61,3	63,3
Extraordinary charge, early debt redemption	31,2	0,0	12,1	0,0
Cumulative effect of accounting changes	0,0	143,2	0,0	0,0
Increase (decrease) in deferred liabilities	-39,9	-26,5	8,0	50,0
Other noncash and nonoperating items	19,7	-17,7	11,7	30,2
Cash from operations before change in oper. assets and liabilities	512,9	502,9	643,5	911,6
Decrease (increase) in program assets and liabilities, net	171,4	-129,1	29,7	34,1
(Increase) in accounts receivable	-13,2	-2,8	-57,9	-2,8
Increase (decrease) in accounts payable, accrued expenses and other current liabilities	-83,2	47,1	5,7	-14,4
Decrease (increase) in other operating assets, net	-0,4	-10,4	20,2	-31,3
Net cash provided by operating activities	587,5	407,7	641,3	897,4
Cash flows from investing activities:				
Capital expenditures	-121,0	-114,7	-97,8	-116,8
Acquisition of operating companies and equity investments	-48,7	-2,4	-133,3	-213,5
Decrease in short-term investments	187,1	99,4	337,0	-29,7
Proceeds from dispositions of oper. companies and equity invest.	1,2	150,2	12,5	0,0
Proceeds from disposition of real estate	0,0	53,1	0,0	22,0
Other investing activities, net	-4,2	-50,9	27,3	-30,7
Net cash provided by investing activities	14,5	134,7	145,8	-368,8
Cash flows from financing activities:				
Reduction of long-term debt	0,0	0,0	0,0	-5,8
Common stock purchased for treasury	-83,7	-118,4	-715,0	-27,4
Common stock issued under employee stock plans	30,5	26,5	29,4	29,9
Dividends	-3,3	-3,3	-3,2	-16,2
Payments of long-term debt	-599,3	-486,3	-504,9	0,0
Premium on early redemption of debt	-37,1	0,0	-15,9	0,0
Proceeds from issuance of long-term debt	253,9	0,0	0,0	0,0
Net cash (used in) financing activities	-439,0	-581,5	-1 209,7	-13,7
Net (decrease) increase in cash and short-term cash investments	163,0	-39,1	-422,6	514,9
Cash and short-term cash investments:				
Beginning of period	563,0	726,0	686,9	264,3
End of period	726,0	686,9	264,3	779,2

Príloha č. 8 *Walt Disney Co. - Vývoj jednotlivých položiek vzhľadom na čisté výnosy spoločnosti*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	odhad
Čisté výnosy (v miliónoch USD)	5 757,3	6 112,0	7 504,0	8 529,2	10 055,1	12 112,1	
Náklady a výdavky	67,39%	69,09%	70,75%	67,72%	64,46%	64,95%	67,39%
Prevádzkové náklady	2,41%	2,63%	1,97%	1,93%	1,61%	1,52%	2,01%
Odpisy	9,03%	10,16%	10,19%	9,91%	8,55%	7,83%	9,28%
Amortizácia	5,82%	8,69%	5,89%	7,79%	11,92%	10,97%	8,51%
Závazky spojené s vyrad. invest.	2,91%	3,11%	1,89%	-3,85%	1,29%	0,27%	0,94%
Príjmy pred platením úrokov a daní (EBIT)	23,76%	18,39%	19,04%	14,44%	19,22%	18,95%	18,97%
Dane na EBIT	9,94%	7,31%	7,14%	3,49%	6,38%	5,86%	6,69%
Zmena v odložených daniach z príjmu	2,09%	1,65%	2,93%	-3,59%	2,41%	0,50%	1,00%
Čistý prevádzkový zisk	11,72%	9,42%	8,97%	14,54%	10,43%	12,59%	11,28%
Zmena v čistom investovaom kapitáli	4,62%	0,27%	1,94%	2,81%	6,57%	3,75%	3,33%
Kapitálové výdavky	12,62%	15,62%	7,98%	9,54%	10,20%	7,40%	10,56%
Nárast v dlhodobých aktívach	1,69%	3,26%	3,03%	-6,77%	6,52%	1,57%	1,55%

Príloha č. 9 *Capital Cities/ABC. - Vývoj jednotlivých položiek vzhľadom na čisté výnosy spoločnosti*

	1992	1993	1994	1995	odhad
Čisté výnosy (v miliónoch USD)	5 344,1	5 673,7	6 379,2	6 878,6	
Náklady a výdavky	64,02%	62,70%	59,13%	60,56%	61,60%
Prevádzkové náklady	19,53%	19,35%	18,75%	17,57%	18,80%
Odpisy	1,79%	1,67%	1,71%	1,68%	1,71%
Amortizácia	1,16%	1,08%	0,99%	0,96%	1,05%
Prenájom	0,24%	0,24%	0,22%	0,21%	0,23%
Závazky spojené s vyrad. invest.	0,03%	0,03%	0,02%	0,02%	0,03%
EBIT	13,78%	15,46%	19,66%	19,46%	17,09%
Dane na EBIT	5,99%	6,60%	8,49%	8,51%	7,40%
Zmena v odložených daniach z príjmu	0,42%	-0,02%	0,83%	1,79%	0,76%
Čistý prevádzkový zisk	7,37%	8,88%	10,34%	12,75%	9,83%
Zmena v čistom investovaom kapitáli	-0,08%	0,71%	1,33%	3,59%	1,38%
Kapitálové výdavky	2,15%	1,72%	1,83%	1,77%	1,87%
Nárast v dlhodobých aktívach	0,19%	0,14%	4,38%	3,31%	2,01%

Príloha č. 10 Walt Disney Co. - Predpovede peňažných tokov

(v miliónoch USD)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Čisté výnosy	14 050	16 298	18 906	21 931	24 124	26 536	29 190	32 109	37 246	43 205	50 118
Náklady a výdavky	9 469	10 984	12 741	14 780	16 258	17 884	19 672	21 640	25 102	29 118	33 777
Prevádzkové náklady	283	328	380	441	485	534	587	646	749	869	1 008
Odpisy	1 304	1 512	1 754	2 035	2 238	2 462	2 708	2 979	3 456	4 009	4 650
Amortizácia	1 196	1 388	1 610	1 867	2 054	2 259	2 485	2 734	3 171	3 678	4 267
Závazky spojené s vyrad. invest.	132	153	177	206	226	249	274	301	349	405	470
EBIT	1 930	2 239	2 598	3 013	3 315	3 646	4 011	4 412	5 117	5 936	6 886
Dane na EBIT	667	774	898	1 042	1 146	1 260	1 386	1 525	1 769	2 052	2 380
Zmena v odložených daniach z príjmu	141	163	189	219	241	266	292	321	373	432	502
Čistý prevádzkový zisk	1 123	1 302	1 511	1 752	1 927	2 120	2 332	2 565	2 976	3 452	4 004
Zmena v čistom investovanom kapitáli	468	542	629	730	803	883	971	1 069	1 240	1 438	1 668
Kapitálové výdavky	1 484	1 721	1 997	2 316	2 548	2 803	3 083	3 391	3 934	4 563	5 293
Nárast v dlhodobých aktívach	218	253	293	340	374	411	452	498	577	669	777
Disponibilné peňažné toky	1 453	1 686	1 955	2 268	2 495	2 744	3 019	3 321	3 852	4 469	5 183

Príloha č. 11 Capital Cities/ABC - Predpovede peňažných tokov

(v miliónoch USD)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Čisté výnosy	8 254	9 905	11 886	14 263	16 260	18 537	21 132	24 090	27 463	31 308	35 691
Náklady a výdavky	5 085	6 102	7 322	8 786	10 017	11 419	13 018	14 840	16 918	19 286	21 986
Prevádzkové náklady	1 552	1 862	2 234	2 681	3 057	3 485	3 973	4 529	5 163	5 886	6 710
Odpisy	142	170	204	245	279	318	362	413	471	537	612
Amortizácia	86	104	125	149	170	194	221	252	288	328	374
Prenájom	19	23	27	33	37	42	48	55	63	71	81
Závazky spojené s vyrad. invest.	2	3	3	4	4	5	6	6	7	8	10
EBIT	1 411	1 693	2 032	2 438	2 779	3 168	3 612	4 117	4 694	5 351	6 100
Dane na EBIT	610	733	879	1 055	1 203	1 371	1 563	1 782	2 031	2 315	2 639
Zmena v odložených daniach z príjmu	63	75	90	108	123	141	160	183	208	237	271
Čistý prevádzkový zisk	738	885	1 062	1 275	1 453	1 657	1 889	2 153	2 455	2 798	3 190
Zmena v čistom investovanom kapitáli	114	137	165	198	225	257	293	334	380	434	494
Kapitálové výdavky	154	185	222	266	304	346	395	450	513	585	666
Nárast v dlhodobých aktívach	166	199	239	286	327	372	424	484	552	629	717
Disponibilné peňažné toky	532	638	765	919	1 047	1 194	1 361	1 551	1 769	2 016	2 299

Príloha č. 12 *Novovzniknutá spoločnosť Walt Disney - Predpovede peňažných tokov*

(v miliónoch USD)	%	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Čisté výnosy		22 029	25 554	29 642	34 385	37 824	41 606	45 767	50 343	55 378	60 916	67 007
Náklady a výdavky	63,00%	13 878	16 099	18 675	21 663	23 829	26 212	28 833	31 716	34 888	38 377	42 214
Prevádzkové náklady	8,00%	1 762	2 044	2 371	2 751	3 026	3 328	3 661	4 027	4 430	4 873	5 361
Odpisy	6,13%	1 351	1 567	1 818	2 108	2 319	2 551	2 806	3 087	3 396	3 735	4 109
Amortizácia	5,41%	1 191	1 382	1 603	1 859	2 045	2 250	2 475	2 722	2 995	3 294	3 623
Závazky spojené s vyrad. invest.	0,64%	142	165	191	222	244	268	295	325	357	393	432
EBIT		3 988	4 627	5 367	6 226	6 848	7 533	8 286	9 115	10 026	11 029	12 132
Dane na EBIT	6,99%	279	1 785	2 071	2 402	2 642	2 906	3 197	3 517	3 868	4 255	4 681
Zmena v odložených daniach z príjmu	0,37%	82	96	111	129	142	156	171	189	207	228	251
Čistý prevádzkový zisk		3 627	2 746	3 185	3 695	4 064	4 471	4 918	5 410	5 951	6 546	7 200
Zmena v čistom investovanom kapitáli	2,52%	555	644	747	866	953	1 048	1 153	1 268	1 395	1 534	1 688
Kapitálové výdavky	6,95%	1 530	1 775	2 059	2 388	2 627	2 890	3 179	3 497	3 847	4 231	4 654
Nárast v dlhodobých aktívach	1,74%	384	445	516	599	659	724	797	877	964	1 061	1 167
Disponibilné peňažné toky		3 266	3 057	3 547	1 905	2 095	4 400	4 840	5 324	5 856	6 442	7 086

Príloha č. 13 Walt Disney Co. - Historická súvaha 1998-2002

(in millions USD)	1998	1999	2000	2001	2002
ASSETS					
Current assets					
Cash and cash equivalents	127	414	842	618	1 239
Receivables	3 999	3 633	3 599	3 343	4 049
Inventories	899	796	702	671	697
Film and television costs	3 223	3 598	3 606	769	661
Deferred income taxes	463	607	623	622	624
Other assets	664	679	635	582	579
Total current assets	9 375	9 727	10 007	6 605	7 849
Film and television costs	2 506	2 962	2 895	5 641	5 959
Investments	1 821	2 434	2 270	2 112	1 810
Parks, resorts and other property, at cost					
Attractions, buildings and equipment	14 037	15 869	16 610	18 846	18 917
Accumulated depreciation	-5 382	-6 220	-6 892	-7 662	-8 133
	8 655	9 649	9 718	11 184	10 784
Projects in progress	1 280	1 272	1 995	911	1 148
Land	411	425	597	811	848
	10 346	11 346	12 310	12 906	12 780
Intangible assets, net	15 787	15 695	16 117	14 842	19 859
Other assets	1 543	1 515	1 428	1 704	1 788
	41 378	43 679	45 027	43 810	50 045
LIABILITIES AND STOCKHOLDERS EQUITY					
Current liabilities					
Accounts and taxes pay. and other accrued liab.	4 767	4 588	5 161	4 404	5 173
Current portion of borrowing	2 123	2 415	2 502	829	1 663
Unearned royalties and other advances	635	704	739	787	983
Total current liabilities	7 525	7 707	8 402	6 020	7 819
Borrowings	9 562	9 278	6 959	8 940	12 467
Deferred income taxes	2 488	2 660	2 833	2 729	2 597
Other long term liabilities,...	2 415	2 711	2 377	3 067	3 283
Minority interests	0	348	356	382	434
Stockholders equity					
Common stock	8 995	9 324	12 101	12 096	12 107
Retained earnings	10 981	12 281	12 767	12 171	12 979
Other accumulated comprehensive income	13	-25	-28	10	-85
	19 989	21 580	24 840	24 277	25 001
Treasury stock	-593	-605	-689	-1 395	-1 395
Stock comp. Fund	-8	0	-51	-210	-161
	19 388	20 975	24 100	22 672	23 445
	41 378	43 679	45 027	43 810	50 045

Príloha č. 14 Walt Disney Co. - Historické údaje 1999-2002

Income statement	1999	2000	2001	2002
(in \$ millions)				
Revenues	23 455	25 418	25 269	25 329
Costs and Expenses	-20 030	-21 660	-21 670	-22 924
Amortization of intangible assets	-456	-1 233	-767	-21
Gain on sale of businesses	345	489	22	34
Net interest expense	-612	-497	-417	-453
Equity to the income of investees	-127	208	300	225
Restructuring charges and impairment charges	-172	-92	-1 454	0
Income before income taxes, minority interest,...	2 403	2 633	1 283	2 190
Income taxes	-1 014	-1 606	-1 059	-853
Minority interests	-89	-107	-104	-101
Income before the cumulative effect of accounting...	1 300	920	120	1 236
Cumulative effect of accounting changes	0	0	-278	0
Net (loss) income	1 300	920	-158	1 236

cash flow				
Amortization	456	1 233	767	21
Depreciation	851	962	987	1 021
Capital expenditures	3 020	2 679	1 795	1 086

Príloha č. 15 Walt Disney Co. - Vývoj jednotlivých položiek vzhľadom na čisté výnosy spoločnosti

	1999	2000	2001	2002	odhad
Čisté výnosy (v miliónoch USD)	23 455	25 418	25 269	25 329	
Náklady a výdavky	81,77%	81,43%	81,85%	86,47%	82,23%
Zisky z predaja	1,47%	1,92%	0,09%	0,13%	0,90%
Odpisy a amortizácia	5,57%	8,64%	6,94%	4,11%	6,32%
Prenájom	0,30%	0,26%	0,21%	0,13%	0,22%
EBIT	12,94%	10,79%	11,06%	11,18%	11,49%
Dane na EBIT	5,34%	7,09%	4,84%	4,04%	5,33%
Zmena v odložených daniach z príjmu	0,73%	0,68%	-0,41%	-0,52%	0,50%
Čistý prevádzkový zisk					
Zmena v čistom investovanom kapitáli	0,09%	-2,83%	-9,57%	-1,30%	1,30%
Kapitálové výdavky	14,22%	11,88%	10,60%	7,09%	7,00%
Nárast v dlhodobých aktívach	-0,90%	-0,11%	-0,34%	1,09%	1,00%

Príloha č. 16 *Walt Disney Co. - Predpovede peňažných tokov*

(v miliónoch USD)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Čisté výnosy (v miliónoch USD)	28 888	32 946	37 575	42 855	48 876	55 743	63 575	72 507	82 694	94 313	107 564
Náklady a výdavky	23 754	27 092	30 898	35 239	40 191	45 837	52 278	59 623	68 000	77 553	88 450
Zisky z predaja	261	298	340	387	442	504	575	655	748	853	972
Odpisy a amortizácia	1 824	2 081	2 373	2 707	3 087	3 521	4 015	4 579	5 223	5 957	6 794
Prenájom	65	74	84	96	109	125	142	162	185	211	241
EBIT	3 635	4 145	4 728	5 392	6 150	7 014	7 999	9 123	10 405	11 866	13 534
Dane na EBIT	1 539	1 756	2 002	2 284	2 604	2 970	3 388	3 864	4 406	5 026	5 732
Zmena v odložených daniach z príjmu	144	165	188	214	244	279	318	363	413	472	538
Čistý prevádzkový zisk	1 951	2 225	2 538	2 894	3 301	3 765	4 293	4 897	5 585	6 369	7 264
Zmena v čistom investovaom kapitáli	376	428	488	557	635	725	826	943	1 075	1 226	1 398
Kapitálové výdavky	2 022	2 306	2 630	3 000	3 421	3 902	4 450	5 075	5 789	6 602	7 529
Nárast v dlhodobých aktívach	289	329	376	429	489	557	636	725	827	943	1 076
Disponibilné peňažné toky	1 165	1 329	1 516	1 729	1 972	2 249	2 565	2 925	3 336	3 805	4 339

Literatúra a iné zdroje

- [1] Tim Copeland, Tim Koller, Jack Murrin: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Second Edition, McKinsey and Company, Inc., USA 1996
- [2] Aswath Damodaran: Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset, John Wiley & Sons, Inc., 1996
- [3] J. Fred Weston, Kwang S. Chung, Juan A. Siu: Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, Second Edition, Prentice Hall, Inc., USA, 1990
- [4] Miloš Mařík, Jan Dědič: Akvizice a oceňování podniků, Vysoká škola ekonomická v Praze, 1992
- [5] Valuation of the H. J. Heinz Company, Professor Lehn, 1999, Katz Business School, University of Pittsburgh
- [6] finance.yahoo.com
- [7] www.edgaronline.com
- [8] www.stern.nyu.edu/~adamodar
- [9] www.disney.go.com/investors
- [10] www.mckinseyquarterly.com