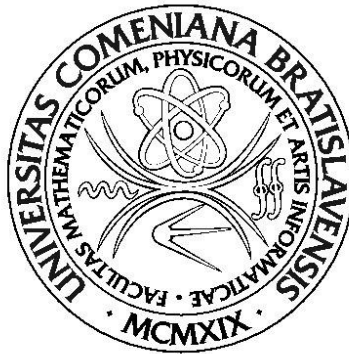


**Univerzita Komenského v Bratislave, Fakulta matematiky, fyziky  
a informatiky**



**Oceňovanie firiem v investičnom procese private equity  
investície**

DIPLOMOVÁ PRÁCA

# **Oceňovanie firiem v investičnom procese private equity investície**

**DIPLOMOVÁ PRÁCA**

František Salamon

UNIVERZITA KOMENSKÉHO V BRATISLAVE  
FAKULTA MATEMATIKY, FYZIKY A INFORMATIKY  
KATEDRA APLIKOVANEJ MATEMATIKY A ŠTATISTIKY

Ekonomická a finančná matematika

Vedúci diplomovej práce

Mgr. Lucia Kalnássy

**Bratislava 2008**

Prehlasujem, že som diplomovú prácu vypracoval samostatne, iba s pomocou literatúry uvedenej v zozname, konzultácií s vedúcim diplomovej práce a vedomostí získaných počas štúdia.

---

**František Salamon**

V Bratislave dňa 25. apríla 2008

Týmto sa chcem poďakovať vedúcej svojej diplomovej práce Mgr. Lucie Kalnássy, za všestrannú odbornú pomoc, množstvo cenných pripomienok a rád, ako aj za ochotu a podporu prejavenu pri vedení práce.

## **ABSTRAKT**

Na svetových kapitálových trhoch existuje momentálne obrovské množstvo investičných príležitostí pre investorov. Jedným z odvetví, ktoré v poslednej dobe zaznamenali nárast záujmu investorov je takisto oblasť alternatívneho investovania. Jednou z týchto stratégií investovania je aj private equity. Pre private equity investora je v celom investičnom procese jednou z najdôležitejších častí valuácia cieľovej spoločnosti hlavne kvôli dostatočnej informácii o tom, akú hodnotu má cieľová spoločnosť. V tejto práci je postupne preberaná problematika oceňovania firiem s dôrazom kladeným na metódu diskontovaných peňažných tokov spolu s jej praktickou aplikáciou.

**Kľúčové slová: discounted cash flow, diskontované peňažné toky, DCF, private equity, oceňovanie firiem, alternatívne investovanie**

## Obsah:

<b>1. Úvod</b> .....	<b>11</b>
<b>2. Charakteristika</b> .....	<b>13</b>
2.1. Definícia private equity .....	14
2.2. Historický vývoj odvetvia .....	15
2.3. Podstata private equity .....	17
2.4. Typy investícií .....	18
2.5. Subjekty pôsobiace na trhu private equity .....	20
2.5.1. Investori .....	21
2.5.2. Private equity fondy .....	22
2.5.3. Cieľové firmy .....	22
2.6. Investičný proces .....	24
<b>3. Teória oceňovania</b> .....	<b>27</b>
3.1. Úvod do oceňovania .....	27
3.2. Základné pojmy .....	28
3.3. Metódy oceňovania .....	29
3.3.1. Metódy založené na majetkovom princípe .....	30
3.3.2. Metódy založené na trhovom princípe .....	30
3.3.3. Metódy založené na výnosovom princípe .....	31
3.3.4. Metódy na báze oceňovania reálnych opcií .....	32
3.4. Metóda discounted cash flow .....	32
3.4.1. Princíp metódy .....	33
3.4.2. Určenie cash flow .....	36
3.4.3. Stanovenie diskontnej miery .....	38
3.4.4. Miera rastu .....	43
3.4.5. Vplyv inflácie na DCF model .....	44
3.4.6. Ukazovatele finančnej analýzy .....	45
<b>4. Praktický príklad</b> .....	<b>49</b>

<b>4.1.</b>	<b>Predstavenie cieľovej spoločnosti.....</b>	<b>49</b>
<b>4.2.</b>	<b>Analýza aktív a pasív.....</b>	<b>50</b>
<b>4.3.</b>	<b>Analýza hospodárskeho výsledku .....</b>	<b>56</b>
<b>4.4.</b>	<b>Posúdenie determinantov súčasného stavu situácie spoločnosti.</b>	<b>61</b>
<b>4.5.</b>	<b>Návrh riešenia problémov – návrh opatrení.....</b>	<b>61</b>
<b>4.6.</b>	<b>Prognóza vývoja .....</b>	<b>63</b>
<b>4.7.</b>	<b>Stanovenie hodnoty spoločnosti a analýza citlivosti .....</b>	<b>66</b>
<b>5.</b>	<b>Záver.....</b>	<b>70</b>
	<b>Prílohy:.....</b>	<b>72</b>
	<b>Literatúra: .....</b>	<b>77</b>

# 1. Úvod

V súčasnej dobe má potenciálny investor veľa možností kde investovať. Do veľkej miery stále prevládajú tradičné formy ako investovanie do akcií, dlhopisov, mien a pod. Avšak v poslednej dobe sa stále čoraz viac dostávajú do popredia alternatívne formy investovania ako investovanie do nehnuteľností, investovanie prostredníctvom tzv. hedge fondov, ktoré využívajú rôzne možnosti zhodnocovania peňazí alebo investovanie do private equity fondov. Práve odvetvie private equity je predmetom tejto diplomovej práce. Toto pomerne mladé odvetvie alternatívneho investovania je však v poslednej dobe čoraz viac populárne.

Táto diplomová práca je rozdelená na tri hlavné časti. V prvej časti sa čitateľ oboznámi s odvetvím private equity, jeho definíciou, históriou, terminológiou a investičným postupom. V druhej časti tejto diplomovej práce je postupne rozoberaná problematika oceňovania firiem. Je to hlavná časť práce a je spracovaná najmä podľa [2]. V tejto časti predstavíme všetky možné prístupy k oceňovaniu spoločností, ich princípy a krátke vysvetlenia. Najväčší priestor v tejto časti venujeme metóde diskontovaných peňažných tokov (DCF). Túto metódu považujeme za najvhodnejšiu pre potreby private equity investora, keďže ten sa na investíciu do firmy pozerá ako na investičnú príležitosť. Preto je pre neho potenciál cieľovej firmy rozhodujúcim faktorom. Mohli by sme to prirovnať k potenciálu akcie rásť na kapitálovom trhu – čím je ten potenciál vyšší, tým viac je táto akcia pre investora zaujímavejšia. A práve metóda DCF berie do úvahy potenciál cieľovej firmy, keďže jej princípom je aktualizácia budúcich peňažných tokov plynúcich pre investora z podielu v spoločnosti. Takisto je ale nutné pre private equity investora dôkladne analyzovať súčasný stav, v ktorom sa firma nachádza, keďže private equity investor vyhľadáva investičné príležitosti najmä vo firmách, ktoré sú v problémoch. Investor tieto firmy reštrukturalizuje, ozdraví a pripraví ich na výstup z investície, čo je vlastne realizácia zisku z investície. Práve kvôli uvedeným skutočnostiam považujeme metódu DCF za najvhodnejšiu pre takýto typ investície. V tretej časti práce je uvedená praktická aplikácia tejto metódy. Metódou DCF sme ocenili spoločnosť na základe jej historických výsledkov. Pomocou nich sme identifikovali hlavné problémy spoločnosti, navrhli ich riešenia a naprojektovali hospodárske výsledky firmy do budúcnosti. Z nich sme potom určili peňažné toky, ktoré budú plynúť pre



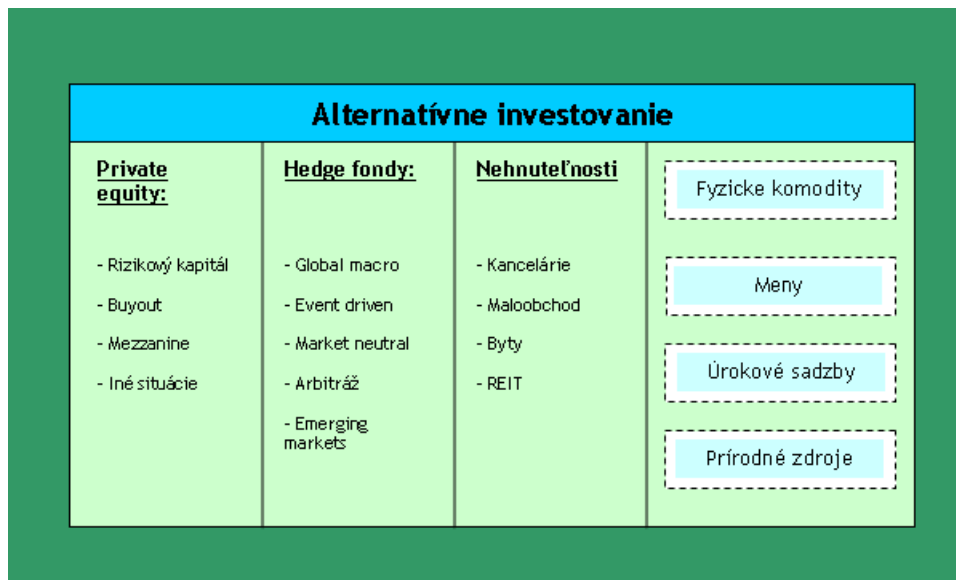
investora z držania jeho podielu vo firme. Takisto sme v tejto časti práce určili diskontný faktor, ktorým sme aktualizovali peňažné toky k súčasnosti. Ich suma potom dáva výslednú hodnotu spoločnosti, ktorú daná cieľová spoločnosť má pre private equity investora.

## 2. Charakteristika

V nasledujúcej časti práce sú stručne zhrnuté základné charakteristiky a poznatky o odvetví private equity.

Pojem private equity sa často radí medzi takzvané alternatívne investovanie. Alternatívne investovanie zahŕňa množstvo investičných techník, stratégií a tried aktív dopĺňujúcich tradičné akciové a dlhopisové portfólia<sup>1</sup>. Poskytuje investorovi alternatívnu možnosť investície oproti tradičným formám investovania ako napríklad investovanie do akcií, dlhopisov, opcií, mien a pod.

Odvetvie private equity dospelo do štádia, kedy je považované za významnú časť alternatívneho investovania a dnes je toto odvetvie široko akceptované ako uznávaná trieda aktív. V Európe, suma investovaná do private equity fondov dramaticky vzrástla za posledných desať rokov. Obrázok dole znázorňuje hlavné komponenty priestoru alternatívneho investovania v širšom zmysle.



Obr. 1: Alternatívne investovanie, zdroj: [www.pentainvestments.com/sk](http://www.pentainvestments.com/sk)

<sup>1</sup> [www.evca.com](http://www.evca.com)

## 2.1. Definícia private equity

Private equity investovanie môže byť všeobecne definované ako „ investovanie do cenných papierov procesom vyjednávania“<sup>2</sup>, kde väčšina private equity investícií smeruje do verejne neobchodovaných firiem. Private equity investícia je typicky transformačná, aktívna investičná stratégia ktorá prináša pridanú hodnotu.

V odbornej literatúre z tejto oblasti a v praxi sa môžeme okrem pojmu private equity stretnúť aj s pojmom venture capital. Obidva tieto pojmy sú do slovenčiny prekladané ako rizikový alebo rizikový a rozvojový kapitál. Vo význame týchto pojmov existujú malé rozdiely.

Pojem private equity investícia označuje investíciu cudzieho kapitálu do základného imania väčšinou verejne neobchodovanej spoločnosti za účelom získania podielu v cieľovej firme. Ide o investície do firiem, u ktorých z ich podnikateľského plánu vyplýva istá konkurenčná výhoda, alebo do firiem v zlom stave, ich oživenie, transformácia a následný predaj. Private equity skupiny poskytujú spoločnostiam dlhodobý kapitál s cieľom podporiť ich rast a zároveň sa aktívne podieľajú na vedení cieľovej spoločnosti. Private equity investícia je tiež chápaná ako zdroj financovania pre významné zmeny vo vlastníckej štruktúre firiem.

Pojem venture capital je chápaný ako podtrieda private equity a označuje investíciu do začínajúcich alebo expandujúcich firiem. V niektorých prípadoch je venture capital jedinou možnosťou financovania podnikateľského plánu pre firmy z dôvodou nízkej bonity pre iné formy financovania.

V celom svete existujú rôzne výklady pojmov private equity a venture capital. V Európe sa obidva pojmy používajú ako synonymá, zatiaľ čo v USA sa venture capital považuje za podtriedu private equity investovania v ranných štádiách realizácie podnikateľského plánu. Aby sme predišli nedorozumeniam, budeme v tejto práci používať pojem private equity ako označenie odvetvia ako celku. Zahrňuje teda aj venture capital ako typ investície private equity.

---

<sup>2</sup> [www.bvca.com](http://www.bvca.com)

## 2.2. Historický vývoj odvetvia

Odvetvie private equity je mladá oblasť investovania. Avšak už aj za tento čas sa z tohto odvetvia vyvinul zložitý a komplexný investičný nástroj, ktorý si vyžaduje vysokú mieru riadenia rizika.

Historický vývoj odvetvia private equity by sa dal rozdeliť do troch fáz:

1. **Vznik odvetvia (40. až 50. roky minulého storočia)**
2. **Boom odvetvia (70. roky minulého storočia)**
3. **Vyvrcholenie akumulácie kapitálu (90. roky minulého storočia)**

Medzi prvé zmienky o private equity patrí záujem spoločnosti o fungovanie špecializovaných fondov zameraných na výkup firiem za pomoci dlhového kapitálu, tzv. leveraged buy out fondy (LBO fondy). V skutočnosti sa však za vznik tohto odvetvia považuje začiatok fungovania firiem Charterhouse Development Capital (1934), American Research and Development Corporation („ARD“, v roku 1946) a 3i (1945), ktoré sú považované za prvé private equity firmy.

Firma ARD mala za úlohu komercializovať nové technologické postupy, ktoré vznikli počas druhej svetovej vojny a to za pomoci kapitálu od inštitucionálnych investorov naakumulovaných vo verejne obchodovateľnej spoločnosti.

Firma 3i zase vznikla za účelom rozvoja podnikania a podpory vzniku nových firiem. Založili ju anglické klíringové banky a Bank of England ako reakciu na situáciu na trhu, kde prevládala nedostatok kapitálu na vznik menších spoločností a na ich rozvoj.

Tieto ranné private equity spoločnosti priniesli do oceňovania spoločností svoje know how z odvetvia, ktoré zmenilo tradičný pohľad oceňovania spoločností využívajúceho technickú analýzu.

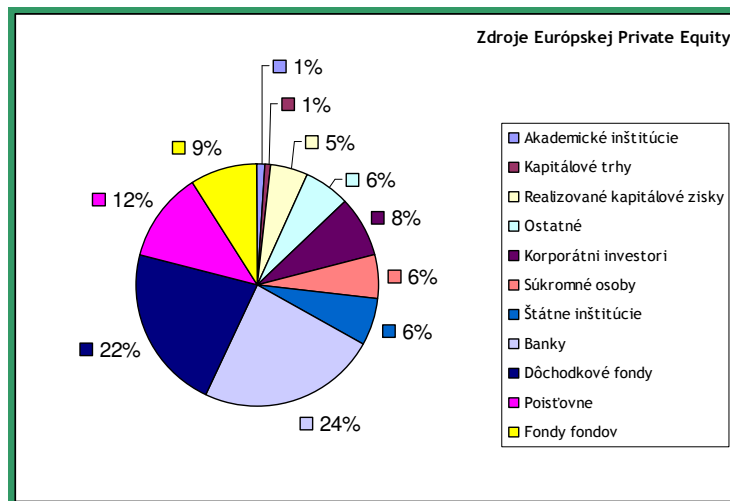
Po vzniku týchto firiem ostalo odvetvie private equity ešte nejaký čas zamerané hlavne na financovanie vzniku firiem najmä vďaka majetným súkromným osobám zvaným „business angels“ (biznis anjeli) a nastal tak hlavne rozvoj časti odvetvia private equity známy ako venture capital. Medzi najznámejšie firmy, ktoré vznikli za pomoci rizikového kapitálu patria Apple Computer, Federal Express a Digital Equipment (tá sa stala verejne obchodovateľnou v roku 1968 v trhovej hodnote 37 mil. dolárov, kým pôvodná investícia do vzniku firmy bola 70 000 dolárov).

Hlavný rozvoj private equity odvetvia prišiel v 70. rokoch minulého storočia. V Anglicku ho prinieslo schválenie zákona o ochrane úverov a hospodárskej súťaži z roku 1971, ktorý zabezpečil bankám väčšiu investičnú flexibilitu. V USA zase rozvoj odvetvia prinieslo vysvetlenie zásady opatrnosti Odborom práce Spojených štátov v roku 1978, ktoré prispelo k možnosti investovať peniaze naakumulované v penzijných fondoch aj prostredníctvom alternatívneho investovania a teda aj prostredníctvom private equity.

V Európe zase k rozvoju private equity odvetvia prispeli štrukturálne a právne zmeny hlavne týkajúce sa penzijných fondov a poisťovní ako napríklad daňové reformy v Európe, ktoré zatraktívili investície produkujúce kapitálové zisky. Tieto právne zmeny mali za následok najmä podporu private equity odvetvia zo strany inštitucionálnych investorov.

Následne prudký rozvoj private equity odvetvia vyvrcholil v roku 2000, kedy hodnota kapitálu v private equity fondoch predstavovala sumu 200 mld. eur.

Ako dôkaz veľkosti a vyspelosti tohto odvetvia slúži aj takisto veľkosť a počet inštitucionálnych investorov, ktorý majú záujem sa podieľať na private equity investíciách po celom svete. Nasledujúci obrázok zachytáva hlavné zdroje európskej private equity (celkový získaný kapitál od roku 1998 do roku 2000 je 161,3 mld. eur, zdroj: [www.pentainvestments.com/sk](http://www.pentainvestments.com/sk)):



Obr. 2: Zdroje európskej private equity

## 2.3. Podstata private equity

Hlavný rozdiel medzi private equity a inými typmi investorov je v tom, že private equity investor vstupuje do rizikových a problémových sektorov, v ktorých vidí potenciál budúceho rozvoja. Investor sa kapitálovým vstupom do firmy stáva akcionárom firmy, uplatňuje pri vedení firmy svoje know-how, firmu ozdraví a dostane ju do stavu, kedy je firma zaujímavá pre odvetvového investora.

Private equity z pohľadu podnikateľa môže predstavovať externý zdroj financií pre rozvoj firmy. Private equity investícia nie je len jednorázové poskytnutie financií. Je to dlhodobý proces spolužitia podnikateľského subjektu s private equity investorom všestranne napomáhajúcim rozvoju firmy. Na rozdiel od bánk sa investor nerozhoduje o vstupe do projektu na základe poskytnutých záruk, ale na základe atraktívnosti podnikateľského zámeru a na schopnostiach tvorcov tohto zámeru naplniť ho. Cieľom investora je dosiahnuť čo najväčší zisk a maximalizovať tak hodnotu svojho podielu v spoločnosti pri vystúpení z investície (exit). Spôsob, akým môžu exit uskutočniť, je viacero. Medzi najčastejšie spôsoby patria:

- predaj podielu inej spoločnosti
- uvedenie akcií cieľovej firmy na burzu (IPO)
- management firmy odkúpi späť podiel vo firme od investora
- ...

Okrem private equity existuje na trhu viacero možností financovania či už vzniku spoločnosti alebo reštrukturalizácie zabehnutej firmy. Sú to najmä bankové úvery, vlastné úspory alebo emisie cenných papierov na kapitálovom trhu. Každá z týchto foriem financovania má svoje špecifiká a v praxi aj teórii firemných financií existuje pre každú firmu optimálny spôsob financovania. V porovnaní s týmito možnosťami, private equity financovanie poskytuje viacero výhod pre firmu:

- private equity financovanie poskytuje finančné prostriedky potrebné pre vznik alebo rozvoj firmy, ktorá má minimálne šance získať kapitál tradičnou formou z rôznych dôvodov

- private equity financovanie nezaťažuje cieľovú spoločnosť pravidelnými splátkami ako je to v prípade bankového úveru, čo v konečnom dôsledku má vplyv na cash flow spoločnosti
- private equity investor berie na seba časť podnikateľského rizika, keďže sa navýšením imania spoločnosti stáva „spoločníkom“
- private equity investor má osobný záujem na tom, aby firma prosperovala, čo vlastne znamená zhodnocovanie jeho investície
- pri emisii cenných papierov na kapitálovom trhu musí emitent splniť rôzne požiadavky, ktoré nie sú schopné splniť firmy v určitých štádiách rozvoja
- ...

Private equity odvetvie ponúka zaujímavú príležitosť nielen pre private equity investorov, ktorí majú záujem zaujímavo zhodnotiť do projektu vložené finančné prostriedky, ale aj príležitosť pre mladé a perspektívne firmy, ktoré nemajú prístup k zdrojom financovania či už začiatku alebo reštrukturalizácie svojho podnikania z rôznych dôvodov, ale disponujú či už prevratnou technológiou alebo know – how, ktoré ich podnikateľskej myšlienke dodáva istú konkurenčnú výhodu.

## 2.4. Typy investícií

Private equity investície sú rozdeľované podľa viacerých kritérií. Fondy, ktoré investujú private equity kapitál môžu byť rozdeľované napríklad podľa geografickej oblasti, v ktorej majú byť prostriedky fondu preinvestované, alebo napríklad podľa odvetvia, v ktorom investujú (informačné technológie, biotechnológie a pod.). Väčšina private equity fondov sa vyhýba investíciám v odvetviach ako napríklad prevádzkovanie herní a kasín, výroba liehovín a tabakových výrobkov a pod. Najčastejšie delenie investícií private equity fondov je delenie podľa fázy, v ktorom sa cieľová firma nachádza. Upozorňujeme, že nižšie uvedené delenie nie je jediné a je teda možné sa stretnúť i s inými deleniami. My použijeme v práci delenie typov investícií ako ich rozdeľuje slovenská private equity spoločnosť Penta Investments na svojej internetovej stránke [1]:

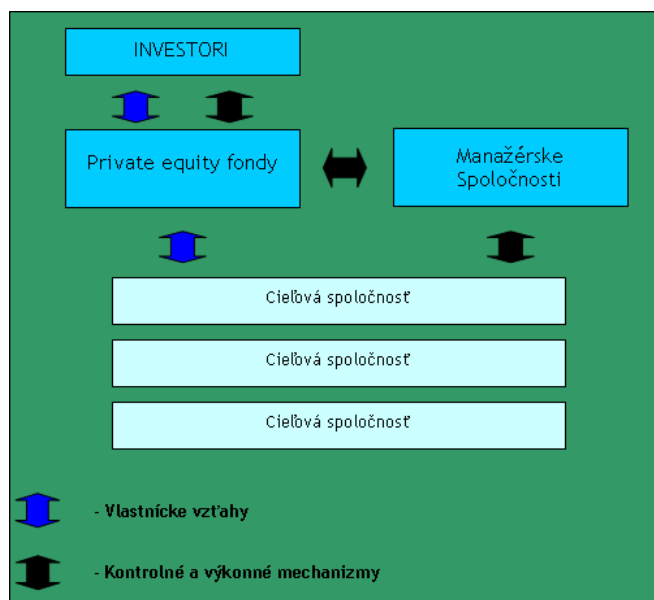
- **Štádium založenia (seed stage)** – Ide o financovanie ranných štádií podnikania. V tomto štádiu firma ako obchodná spoločnosť mnohokrát ešte ani neexistuje. Prostriedky plynú do financovania vývoja, prieskumu, vypracovaniu business plánu, výberu managementu a založeniu obchodnej spoločnosti. Je to najrizikovejšia investícia čomu zodpovedá návratnosť týchto investícií.
- **Štádium štartu (start-up stage)** – V tomto type financovania ide o financovanie počiatkov podnikania firmy, financovanie rozvoja produktov a počiatkový marketing. Spoločnosti, do ktorých sa investuje, sa môžu nachádzať v procese svojej prípravy alebo už mohli veľmi krátko podnikáť, nepredávali však svoje produkty komerčne a ešte neprodukurujú dostatočný zisk. Riziko je nižšie ako v prípade seed stage, je však ešte stále značné.
- **Štádium expanzie (expansion stage)** - Financovanie rastu a expanzie spoločnosti, ktorá práve prekonáva bod zlomu alebo dokonca už obchoduje so ziskom. Kapitál sa môže využiť na financovanie zvýšenej kapacity produkcie, rozvoj trhu alebo produktu a / alebo poskytovanie dodatočného činného kapitálu. Toto štádium zahŕňa preklenovacie financovanie a záchranné investície alebo turnaround financovanie (t.j. na zvrát v činnosti firmy).
- **Štádium prechodu (replacement stage)** - Financovanie kúpy akcií od iného investora alebo financovanie potrebné na zníženie pomeru zadlženia prostredníctvom refinancovania dlhu.
- **Výkup (Buy out)** – Buy out fond sa zvyčajne zameriava na akvizície významných podielov v podnikoch alebo získanie väčšinovej kontroly nad nimi, čo obyčajne so sebou prináša zmenu vlastníctva. Buy-out fondy spravidla investujú do vyspelejších spoločností s vypracovanými podnikateľskými plánmi s cieľom financovať ich expanzie, konsolidácie, turnarouny a predaje alebo spin-outy divízií alebo dcérskych spoločností. Financovanie expanzie prostredníctvom viacnásobných akvizícií sa často označuje ako stratégia „buy and build“. Investičné štýly buy-out fondov sú veľmi rozmanité, od stratégie rastu k stratégii maximalizácie hodnoty, od ranej fázy životného cyklu firmy po neskorú. Navyše sa buy-out fondy líšia tým, že môžu plniť buď aktívnu alebo pasívnu manažérsku úlohu.



- **Osobitné situácie** – Investovanie v osobitných situáciách je oveľa širšie a zahŕňa rizikové pohľadávky, pohľadávky naviazané na finančné aktíva kapitálového trhu (equity-linked), projektové financovanie, jednorazové príležitosti vyplývajúce z meniacich sa priemyselných trendov či vládnych nariadení, a tiež leasing. Táto kategória zahŕňa aj investovanie do podriadených (subordinated) dlhov, ktoré sa niekedy označuje aj ako mezanínové dlhové financovanie (mezzanine debt financing), kde veriteľ očakáva zhodnotenie vlastného kapitálu prostredníctvom tzv. práv súvisiacich s dlhom, warrants (právo kúpiť priamo od firmy konkrétny počet akcií firmy za určenú cenu) alebo opcií.

## 2.5. Subjekty pôsobiace na trhu private equity

Na trhu private equity pôsobí niekoľko subjektov. Zjednodušene ich môžeme rozdeliť do troch skupín. Prvou skupinou sú samotné cieľové firmy, ktoré na trhu vyhľadávajú kapitál. Ďalšou skupinou sú pasívni investori private equity. Spojovacím článkom medzi týmito dvoma skupinami sú private equity fondy. Private equity fondy sú sprostredkovateľmi transakcie medzi investormi a cieľovými firmami. Sú to aktívni investori private equity kapitálu. Obrázok dole bližšie zobrazuje jednotlivé vzťahy medzi subjektami na trhu private equity:



Obr. 3: Trh private equity

Na obrázku vidieť, že fond sa po investovaní peňažných prostriedkov do cieľovej spoločnosti stáva vlastníkom podielu na základnom kapitále firmy. Fondy investujú vždy do viacerých spoločností, aby správne a dostatočne diverzifikovali riziko takto vytvoreného portfólia. Správcom portfólia sa stávajú fondom založené alebo najaté manažérske spoločnosti. Fond je väčšinou iba účelovo založená spoločnosť, ktorá má za úlohu naakumulovať prostriedky od investorov.

### **2.5.1. Investori**

Na vyspelých trhoch private equity existuje veľké množstvo pasívnych investorov. Private equity fondy od nich získavajú finančné prostriedky. Ako investori vystupujú na trhu zväčša tieto subjekty:

- **Inštitucionálni investori:**

Tu patria banky, penzijné fondy a poisťovne. Tieto finančné inštitúcie poskytujú kapitál private equity fondom, ktoré už existujú, alebo ich sami zakladajú. Cieľom ich investovania je zhodnotenie danej investície, ktoré zodpovedá podstupovanému riziku.

- **Business angels (súkromné fyzické osoby):**

Sem patria majetné fyzické osoby investujúce vlastné finančné prostriedky. Tieto osoby často vytvárajú investičné združenia za účelom diverzifikácie a zníženia rizika a možnosti investovania väčšej sumy do projektov.

- **Korporátni investori**

Takisto aj veľké podniky zverujú svoje finančné prostriedky private equity fondom, napr. fondom investujúcim do nových technológií, aby mohli lacnejšie získať nové technológie, ktoré vznikajú v začínajúcich firmách. Súvisí to tiež s obavami veľkých firiem z konkurencie nových firiem, ktoré disponujú prevratnou technológiou.

- **Štátne organizácie**

Tu patria subjekty, ktoré získali finančné prostriedky, alebo ich časť zo štátnych zdrojov, alebo sú iným spôsobom štátom podporované.

## 2.5.2. Private equity fondy

Ako sme už spomenuli skôr, z private equity investovania sa v priebehu rokov vyvinul zložitý investičný nástroj. Investícia private equity kapitálu zakladá dlhodobý vzťah medzi investorom a cieľovou firmou. Z tohto vzťahu plynie pre investora množstvo rizík. Jedným zo spôsobov, ako toto riziko riadiť, je spolupodieľať sa na vedení cieľovej firmy. Tým ale vznikajú pre investora nemalé časové a finančné náklady. Navyše charakteristikou private equity investície nie je len poskytnutie kapitálu pre rozvoj firmy ale aj poskytnutie nefinančných služieb ako napríklad manažérske poradenstvo, marketing a špecifické znalosti.

Z pohľadu investora predstavuje fond kontrolný a do určitej miery aj riadiaci nástroj. Investor poskytuje fondu financie a očakáva od fondu zaistenie riadenia investície. Existencia fondu teda umožňuje investorovi prístup k alternatívnej forme investovania, s ktorým je spojené vyššie riziko, ale aj zodpovedajúci výnos.

Ďalším dôvodom existencie private equity fondu je schopnosť zhromaždiť značné finančné prostriedky od viacerých investorov, čoho by individuálny investor nebol schopný.

Najrozšírenejšou organizačnou formou private equity fondu je „partnership“. V tomto type organizovania existujú dva typy partnerov:

- *Limited partners*
- *General partners*

Limited partners sú pasívni investori, ktorí sa nepodieľajú na riadení fondu. Ich príspevok do partnerstva spočíva vo vklade finančných prostriedkov.

General partners sú aktívni investori, ktorí riadia činnosť fondu.

## 2.5.3. Cieľové firmy

Tretím subjektom pôsobiacim na trhu private equity sú cieľové firmy. Sú to firmy, do rozvoja ktorých sú investované finančné prostriedky a know how aktívneho investora. Tieto firmy sa uchádzajú o kapitál investovaný a naakumulovaný v private equity fonde.

Tieto firmy tvoria predmet investície private equity investora a preto je v záujme investora poznať cieľovú firmu čo najpodrobnejšie, takisto ako investor, ktorý investuje do akcií, analyzuje predmetnú akciu čo najpodrobnejšie pomocou fundamentálnej a technickej analýzy. Základom pre získanie kapitálu na vznik alebo rozvoj cieľovej firmy je business plán, z ktorého jasne a jednoznačne vyplýva istá konkurenčná výhoda. Business plán by mal obsahovať určité parametre podnikateľského projektu, na základe ktorých sa investor rozhoduje o kapitálovom vstupe do firmy a teda o realizácii investície. Mal by obsahovať minimálne tieto časti:

- **Executive summary** – táto časť business plánu sumarizuje celý podnikateľský projekt. Poskytuje stručný prehľad o investícii a cieľovej firme.
- **Úvod (pozadie projektu a história cieľovej spoločnosti)** – tu je rozpísaná história firmy od vzniku až do súčasnosti. Ak je história firmy krátka, je treba popísať management firmy a ich skúsenosti, štruktúru majetku spoločnosti a ich zdroje, súčasnú situáciu firmy a pod.
- **Produkt alebo služba** – podrobný opis produktu alebo služby, ktorú daná firma ponúka na trhu, výrobný proces, výhody a nevýhody produktu alebo služby a prehľad podobných produktov alebo služieb na trhu
- **Manažment a zamestnanci** – hlavní aktéri projektu a ich úlohy v projekte, ich skúsenosti a odborná angažovanosť atď.
- **Trhy a marketing, Konkurencia** – podrobný popis a charakteristika trhu (veľkosť, potenciál, predpokladaný rast, podiel firmy na trhu a jeho predpokladaná zmena...), charakteristika cieľového zákazníka a analýza trhovej konkurencie.
- **Marketing** – cenová politika, distribúcia produktu alebo služby, návrhy na reklamu a propagáciu...
- **Riziko a eliminácia rizika** – popis možných rizík podnikateľského zámeru a plánu manažmentu prekonať a eliminovať ich.
- **Prílohy** – finančné výkazy ak sú k dispozícii, prognózy finančných výkazov a ich projekcie, životopisy manažérov firmy a všetky potrebné materiály o projekte.

## 2.6. Investičný proces

Celý investičný proces jednotlivých investícií nemusí mať vždy rovnaký postup. Avšak proces private equity investícií sa spravidla riadi podľa osvedčeného postupu. My sa budeme v tejto práci snažiť čitateľovi priblížiť základnú osnovu postupu pri investícií private equity. Upozorňujeme, že investičný proces sa môže u jednotlivých spoločností líšiť. V podstate však obsahuje minimálne tieto fázy v rôznych podobách.

Štandardný postup investície:

Fáza	Opis fázy
I. Predbežné posúdenie investičnej príležitosti	Fond vyhodnocuje podnikateľský zámer na základe vypracovaného business plánu, prípadne žiada cieľovú spoločnosť o doplnenie informácií
II. Evaluácia (vlastné ohodnotenie)	Fond si na základe poskytnutých informácií vypracuje vlastnú valuáciu cieľovej spoločnosti (tejto časti investičného procesu prikladám vo svojej práci najväčší význam kvôli tomu, že potenciálny investor musí poznať čo najpresnejší odhad hodnoty spoločnosti, aby sa vyhol predraženiu)
III. Vzájomná dohoda o spoločnom postupe	Fond sa spolu s cieľovou spoločnosťou dohodne na ďalšom spoločnom postupe pri poskytovaní informácií, osobnej návšteve zástupcov fondu v spoločnosti, zoznámenie sa s manažermi spoločnosti atď.
IV. Due diligence (hlbková analýza)	Veľmi intenzívna fáza spolupráce, kedy fond detailne poznáva finančnú a právnu históriu a súčasnosť podniku, jeho kľúčových obchodných

Fáza	Opis fázy
	<p>partnerov, interné systémy fungovania a pod.</p> <p>Obvykle fond začína detailným finančným auditom spoločnosti vedeným zástupcom fondu.</p> <p>Podstatnou súčasťou príprav je zmluvné zabezpečenie vzťahov fondu, podniku a kľúčových manažérov.</p> <p>Často sa stáva, že fond zistí problémy natoľko zásadné, že od investície ustupuje.</p> <p>Niekedy môže na základe nových faktov dôjsť k úprave štruktúry finančného vstupu fondu.</p> <p>Štandardne trvá due diligence dva až tri mesiace</p>
V. Závazná ponuka spolupráce financovania	<p>Fond pristupuje k návrhu štruktúry svojho finančného vstupu a formulácii jeho zásadných podmienok. Ak prijme spoločnosť indikatívnu ponuku financovania, fond si obvyčajne fakturuje províziu z požadovaného objemu finančných prostriedkov a vyhradzuje si obvykle niekoľkomesačnú exkluzivitu pre dokončenie vyjednávania o financovaní spoločnosti</p>
VI. Podpísanie zmluvnej dokumentácie	<p>Dochádza k podpisom základných zmlúv</p>
VII. Monitoring investície	<p>Po poskytnutí finančných prostriedkov sa fond stane skutočným spoločníkom cieľovej firmy s jasne vymedzenými právami podieľať sa na dôležitých rozhodnutiach, kontrolovať hospodárenie firmy a s plným prístupom k interným informáciám. Je bežné, že hodnota konzultácií, zvýšenie image firmy, strategického</p>

<b>Fáza</b>	<b>Opis fázy</b>
	poradenstva a kontaktov poskytnutých fondom je porovnateľná s hodnotou poskytnutých finančných prostriedkov.
VIII. Exit	Fond vstupuje do podniku preto, aby zpeňazil získaný podiel za maximálnu dosiahnuteľnú cenu. Najčastejšie predpokladanou formou zpeňazenia podielu fondu vo firme je predaj celej firmy strategickému partnerovi (dodávateľovi alebo odberateľovi, nadnárodnej spoločnosti atď.)

### **3. Teória oceňovania**

Cieľom tejto časti je oboznámiť čitateľa s metodikou oceňovania firiem v kontexte private equity investičného procesu. Pri vysvetľovaní metodiky prihliadame na potreby vyplývajúce z použitia ocenenia pre private equity investora.

V nasledujúcej časti práce sú postupne vysvetľované jednotlivé metódy oceňovania firiem s dôrazom kladeným na metódu discounted cash flow, keďže je táto metóda v súčasnosti najviac využívaná v praxi a podľa niektorých odborníkov aj najpresnejšia.

#### **3.1. Úvod do oceňovania**

Oceňovanie vo všeobecnosti je proces vykonávaný za účelom zistenia hodnoty, ktorú dané aktívum má pre investora. Na začiatku je potrebné vysvetliť rozdiel medzi cenou a hodnotou.

Cena je peňažná suma, na ktorej sa na trhu dohodne predávajúci s kupujúcim za výmenu tovaru alebo služby, pričom hodnota je peňažná suma vyjadrujúca na koľko si predávajúci alebo kupujúci cenia danú službu alebo tovar. Tieto dve sumy sa môžu od seba výrazne líšiť, aj keď sa pri transakcii jedná o tú istú službu alebo tovar.

Metódy používané pri oceňovaní firiem v procese private equity investície určujú hodnotu, ktorú má cieľová firma pre private equity investora. Tá je následne výsledkom valuačného procesu, ktorý je do veľkej miery ovplyvnený predpokladmi, ktoré sa pri oceňovaní použijú. Preto, aby bola výsledná hodnota čo najpresnejšia, je veľmi dôležité dobre analyzovať nielen históriu firmy, schopnosti jej manažmentu ale aj trh, na ktorom cieľová firma pôsobí a jej konkurenciu.

Takisto je treba uviesť, že firma sama o sebe nemá žiadnu objektívnu, vecne zdôvodniteľnú, zdokumentovanú a na okolnostiach a podmienkach nezávislú hodnotu. Z toho plynie záver, že neexistuje jediný, všeobecne platný a správny univerzálny ocenenie [2]. Vzhľadom k tomu takisto platí, že neexistuje ani jediný správny model pre oceňovanie. Výsledok procesu oceňovania je závislý na viacerých faktoroch,



predovšetkým na účele ocenenia, skúsenostiach analytika a tiež na množstve a kvalite dostupných informácií a pod.

## 3.2. Základné pojmy

Ešte pred začatím vysvetľovania metód oceňovania firiem považujeme za potrebné vysvetliť čitateľovi základné pojmy používané v teórii oceňovania. Za najdôležitejšie považujeme:

- Úroková miera
- Diskontná miera
- Diskontný faktor
- Cash flow
- EBIT
- NOPLAT

### **Úroková miera:**

Úroková miera je percentuálna sadzba. Jej úlohou je previesť súčasnú hodnotu na hodnotu v budúcnosti. Napr. ak má investor dnes k dispozícii sumu na investovanie 100 Sk a chce ju investovať na jeden rok, pričom predpokladá úrokovú mieru 10 % ročne, tak na konci roka bude hodnota jeho investície  $100 \cdot 0,1 = 110$  Sk. Čiže hodnota 100 Sk dnes bude mať o rok hodnotu 110 Sk pri úrokovej miere 10%.

### **Diskontná miera:**

Diskontná sadzba je takisto ako úroková miera percentuálna sadzba. Avšak diskontná miera má za úlohu aktualizovať budúce platby, t.j. prevádza budúce platby na súčasnosť. Napr. ak investor predpokladá, že za rok bude mať jeho investícia hodnotu 110 Sk, tak pri jeho diskontnej sadzbe 9% bude súčasná hodnota jeho investície  $110 / (1 + 0,09) = 100,91$  Sk.

Z matematického hľadiska sa s úrokovou mierou pracuje takisto ako s diskontnou mierou, je však nutné si uvedomiť ekonomickú interpretáciu výpočtu.

### **Diskontný faktor:**

Diskontný faktor je transformácia diskontnej miery do podoby (DF je diskontný faktor, DM je diskontná miera):

$$DF = \frac{1}{(1 + DM)}$$

Diskontný faktor sa určuje kvôli zjednodušeniu výpočtov.

**Cash flow:**

Cash flow je peňažný tok. Jeho základnou charakteristikou je, že môže byť kladný aj záporný. Ak je cash flow záporný, znamená to, že peniaze platíme. Ak je kladný, peniaze dostávame.

**EBIT:**

Je to skratka anglického termínu „*earning before interests and taxes*“. Je to zisk pred úrokmi a zdanením. Tento ukazovateľ meria prevádzkovú výkonnosť podniku a nie je ovplyvňovaný spôsobom financovania a veľkosťou daní.

**NOPLAT:**

(z ang. Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) je čistý prevádzkový príjem bez upravených daní. Je to prevádzkový zisk firmy po zdanení, po úprave daní na hotovostnú bázu.

### 3.3. Metódy oceňovania

Prax v súčasnosti ponúka analytikom širokú škálu oceňovacích metód. Použitie jednej konkrétnej z nich závisí od účelu, pre ktorý je daná firma oceňovaná. Ten určuje podstatu, resp. princíp, na ktorom je daná metóda založená.

Pre overenie správnosti výslednej hodnoty sú používané dve a viac metód vzhľadom k tomu, že neexistuje „správna“ metóda. Až po analýze výsledkov jednotlivých metód a porovnaní predpokladov, na ktorých sú založené, sa dá dospieť k formulácii jednoznačného záveru.

Metódy sa dajú všeobecne rozdeliť do štyroch skupín:

- metódy fungujúce na majetkovom princípe
- metódy založené na trhovom princípe
- metódy založené na výnosovom princípe
- metódy na báze oceňovania reálnych opcí

### 3.3.1. Metódy založené na majetkovom princípe

Tieto metódy pracujú s veličinami, ktoré sú označované ako stavové veličiny. Výsledkom ocenenia firmy jednou z týchto metód je hodnota firmy k určitému časovému okamihu.

Sem sú zaradované tieto metódy:

- **Metóda účtovnej hodnoty** – celková hodnota aktív, celková hodnota vlastného kapitálu. Táto metóda využíva ako zdroj informácií účtovné výkazy. Je to metóda do značnej miery citlivá na použitie účtovnej metódy. Vyjadruje pôvodný rozsah investovaného kapitálu v nominálnom vyjadrení. Celková hodnota podniku je rozdiel medzi účtovnou hodnotou majetku a účtovnou hodnotou záväzkov.
- **Metóda substančnej hodnoty** – je to metóda založená na princípe reprodukčných nákladov. Vyjadruje sumu, ktorú by bolo potrebné investovať, aby bola vybudovaná podobná firma na zelenej lúke. Táto metóda eliminuje nedostatky predchádzajúcej metódy, t.j. problém účtovania v historických, resp. reprodukčných cenách. Celková hodnota firmy je rozdiel medzi majetkom a záväzkami firmy ocenenými v obstarávaco – reprodukčných cenách.

### 3.3.2. Metódy založené na trhovom princípe

Princíp týchto metód je založený na odvodzovaní hodnoty aktív alebo kapitálu spoločnosti z dostupných porovnateľných údajov.

Sem patria tieto metódy:

- **metóda trhových multiplikátorov** – táto metóda určuje hodnotu firmy pomocou multiplikátora. Postup stanovenia hodnoty podniku:
  1. stanovenie východiskových hodnôt

2. stanovenie „normalizovanej“ premennej
  3. výber vhodného multiplikátora
  4. stanovenie hodnoty podniku (súčin multiplikátora a normalizovanej premennej)
- **metóda porovnateľných firiem** – metóda je založená na porovnaní firiem, ktoré sú porovnateľné podľa určitých parametrov ako predmet podnikania, veľkosť (tržby, kapitál,...), história, kapitálová štruktúra a pod.

### 3.3.3. Metódy založené na výnosovom princípe

Metódy založené na výnosovom princípe poskytujú analytikovi pohľad na firmu ako na možnú investíciu. Investíciu možno chápať ako vynaloženie peňažných zdrojov s súčasnosti za očakávaní úžitkov v budúcnosti. Firma teda potenciálnemu investorovi ponúka určitú perspektívu do budúcnosti, ktorá je prezentovaná peňažnými tokmi plynúcimi pre investora. Keďže tu dochádza k vynaloženiu zdrojov v prítomnosti za očakávaní budúcich peňažných tokov plynúcich pre investora s parametrami, ktoré sa len odhadujú a nie sú isté, základom pre rozhodovanie investora je súčasná hodnota všetkých budúcich peňažných tokov plynúcich z tejto investície. Do tejto kategórie patria tieto metódy:

- **metóda diskontovaného peňažného toku (DCF)** – táto metóda využíva dva typy výpočtov. Prvý určuje hodnotu firmy celkom a druhý hodnotu vlastného kapitálu vo firme. Táto metóda je aj predmetom tejto diplomovej práce a dôvody výberu tejto metódy, princíp a postup výpočtu sú preberané v ďalšej kapitole.
- **dividendový diskontný model** – tento model pracuje na tom istom princípe ako DCF model. Rozdiel medzi nimi je v tom, ako vyzerá peňažný tok investora. Kým v modeli DCF je to voľný peňažný tok, u dividendového diskontného modelu to je vyplácaná dividenda. Tento model má svoje výhody oproti DCF v jednoduchosti určovania peňažného toku, ale na

druhej strane naráža na viacero komplikácií pri určovaní hodnoty firmy, ktorá nevypláca dividendu. Z toho pohľadu je v praxi použiteľnejšia metóda DCF.

- metóda ekonomickej pridanej hodnoty – táto metóda býva označovaná ako metóda *EVA* (economic value added) pretože pracuje z ukazovateľom *EVA*. Ten je konštruovaný ako  $EVA = NOPAT - WACC * C$ , kde *NOPAT* (net operating profit after tax) je čistý prevádzkový zisk po zdanení, *WACC* sú vážené kapitálové náklady (vysvetľované neskôr) a *C* je investovaný kapitál. Hlavnou výhodou použitia tejto metódy je v tom, že vďaka použitiu ukazovateľa *EVA* sa metóda sústreďuje na hlavné faktory tvorby hodnoty vo firme. Hodnota podniku je rovná súčtu investovaného kapitálu a diskontovanej *EVA* (diskontovanej pomocou *WACC*).

### **3.3.4. Metódy na báze oceňovania reálnych opcí**

Táto metóda využíva poznatky z teórie oceňovania opcí na kapitálových trhoch, najmä poznatky z teórie, ktorú vypracovali Black, Scholes a Merton. Ide o metódu dosť málo používanú v našej praxi najmä kvôli skutočnostiam, za akých funguje kapitálový trh na Slovensku. Táto metóda prináša pohľad na finančné aktíva firmy ako na opcie na reálne aktíva firmy. Je to veľmi zaujímavá teória, ktorá však zatiaľ nenašla svoje uplatnenie v praxi. Existuje však predpoklad, že sa postupom času dostane do popredia vzhľadom k trendu globalizácie svetových ekonomík.

## **3.4. Metóda discounted cash flow**

Táto metóda patrí medzi metódy založené na výnosovom princípe. Tieto metódy sú odvodené z postupov na oceňovanie cenných papierov a ich základným predpokladom je, že každé aktívum (v našom prípade firma) vytvára pre svojho majiteľa peňažný tok.

Konkrétne metóda DCF sa používa pri oceňovaní firiem, kedy má analytik záujem zistiť a do svojho výpočtu zahrnúť potenciál firmy. V našom prípade sa o hodnotu firmy zaujíma private equity investor, ktorý zvažuje kapitálový vstup do firmy ako investíciu.

Z jeho pohľadu je teda potenciál firmy rozhodujúcim faktorom. Preto je podľa nášho názoru pri private equity investícii DCF metóda najvhodnejším nástrojom na ocenenie cieľovej firmy.

### 3.4.1. Princíp metódy

Princíp tejto metódy spočíva v tom, že súčasná hodnota aktíva (firmy) je odvodená od súčasnej hodnoty budúcich peňažných tokov, ktoré vygeneruje dané aktívum (firma). Tento princíp je možné ilustrovať na nasledujúcom príklade: investor sa rozhoduje o kúpe dlhopisu. Tento dlhopis vypláca ročne 5% kupón, je splatný za 5 rokov a na konci obdobia je investorovi vyplatená nominálna hodnota dlhopisu, čo je 100 jednotiek. Cash flow diagram vyzerá nasledovne:



Obr. 4: Cash flow diagram

Diskontná miera je 10%. Súčasná hodnota kupónu vyplateného po prvom roku je  $5 \cdot 1 / (1 + 0,1) = 4,54$ , po druhom roku je  $5 \cdot 1 / (1 + 0,1)^2 = \dots$  a tak ďalej až v poslednom roku je súčasná hodnota peňažného toku rovná  $105 \cdot 1 / (1 + 0,1)^5 = 65,20$ . Hodnota dlhopisu je potom rovná súčtu všetkých budúcich peňažných tokov plynúcich pre investora v súčasných hodnotách.

$$PV = 4,54 + 4,13 + 3,75 + 3,42 + 65,20 = 81,04$$

Teda 81,04 jednotiek je hodnota dlhopisu, ktorú je investor ochotný zaplatiť. Tento príklad objasňuje koncept metódy, ktorá ohodnocuje aktívum na základe peňažných tokov plynúcich pre investora z držania aktíva.

Najvšeobecnejší tvar modelu DCF vyzerá nasledovne:

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

kde  $CF_t$  - cash flow v čase  $t$   
 $r$  - diskontná sadzba  
 $t$  - čas.

Tento vzorec býva v literatúre nazývaný aj pravidlo súčasnej hodnoty.

Z tohto tvaru modelu sú odvodené nasledujúce tvary<sup>3</sup>:

- **DCF model pre stabilný rast** – jeho tvar vyzerá nasledujúco:

$$hodnota = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(r-g)^t}$$

kde  $g$  je miera rastu do nekonečna.

- **dvojfázový DCF model**

Podľa tohto typu modelu sa hodnota firmy rovná:

$$hodnota = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n)}(1+r)^{-n}$$

kde  $n$  – počet rokov, za ktoré firma dosiahne druhú fázu  
 $g_n$  – miera rastu po roku  $n$   
 $r$  – diskontná miera  
 $CF$  – peňažný tok,

čo v konečnom dôsledku znamená to, že tento typ modelu rozdeľuje výpočet hodnoty firmy na dve časové obdobia. V prvom kroku výpočet určí súčasnú hodnotu peňažných tokov firmy pre obdobie, kedy firma dosahuje vyššieho rastu. Po určitom ustálení miery

---

<sup>3</sup> Tvary DCF modelov fungujú na rovnakom princípe, líšia sa len prístupom analytika k cieľovej spoločnosti. Typy sú rozdelené podľa toho, na koľko fáz analytik rozdelí životný cyklus firmy.

rastu a etablovaní firmy na trhu prichádza pre firmu obdobie stabilnej miery rastu firmy. Druhý krok výpočtu určí súčasnú hodnotu peňažných tokov tejto firmy v období ustáleného rastu. Hodnota firmy preto vyhovuje vzťahu:

$$HF = PV CF \text{ v prvom období} + PV CF \text{ v druhom období}$$

kde PV CF znamená súčasná hodnota peňažných tokov.

- **trojfázový DCF model**

Tento model vyzerá nasledujúco:

$$hodnota = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{CF_t (1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n_2+1}}{(r-g_n)} (1+r)^{-n_2}$$

kde:  $n_1$  – počet rokov trvania prvej fázy

$n_2$  – koniec druhej fázy (v rokoch)

$g_n$  – miera rastu po roku  $n_2$

$g$  – miera rastu počas prvej fázy

$r$  – diskontná miera

$CF$  – peňažný tok firmy

Tento model rozdeľuje výpočet na tri kroky:

- 1) určenie súčasnej hodnoty peňažných tokov v prvom období vysokého rastu
- 2) určenie súčasnej hodnoty peňažných tokov v druhom prechodnom období
- 3) určenie súčasnej hodnoty peňažných tokov v treťom období ustáleného rastu

Všetky tieto typy modelov DCF ukazujú, že pri ocenení firmy metódou DCF rozlišujeme v životnom cykle firmy fázy, ktoré sa líšia tempom rastu. Treba dodať, že neexistuje pravidlo, ktoré by určovalo presné rozdelenie životnosti firmy na fázy



a určovalo ich dĺžku. V tomto prípade určenie fáz životnosti firmy je na samotnom analytikovi, ktorý ocenenie firmy uskutočňuje.

### 3.4.2. Určenie cash flow

Jednou z najdôležitejších vecí pri určovaní hodnoty firmy metódou DCF je určenie peňažných tokov, teda určenie toho čo chceme diskontovať. Konštrukcia peňažných tokov závisí od charakteru výsledku, ktorý sa snažíme dosiahnuť. Existujú dva najpoužívanejšie typy výsledkov: ocenenie vlastného kapitálu, ocenenie firmy celkovo. Výpočet hodnoty sa potom u jednotlivých typov výsledkov líši ako konštrukciou peňažných tokov, tak aj diskontnej miery. Tieto dva typy výpočtov sú označované ako DCF entity a DCF equity. Spôsob výpočtu DCF equity určuje hodnotu vlastného kapitálu poskytnutého v projekte, kým spôsob DCF entity určuje celkovú hodnotu firmy.

Peňažný tok použitý a diskontovaný pri type výpočtu DCF entity má označenie FCFF (free cash flow to the firm). Do slovenčiny býva prekladaný ako voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov. Jeho výpočet sa uskutočňuje podľa nasledujúcej schémy:

Tab. 1: FCFF (podľa [2])

Tržby - Náklady	
= Čistý príjem z operácií - Dane	= EBIT - EBIT*t
=EBIT po zdanení + odpisy	= EBIT(1-t) + ODP
= Cash flow z operácií - zmena pracovného kapitálu - investície	= EBIT(1-t)+ODP - ΔWC - INV
<b>= FCFF</b>	<b>= EBIT(1-t)+ODP-ΔWC-INV</b>

FCFF predstavuje taký peňažný tok, z ktorého budú, po zaistení ďalšieho rozvoja a fungovania firmy (investície a zmena pracovného kapitálu) uspokojené nároky

acionárov a veriteľov [2]. Z toho pohľadu nie je FCFF bezprostredne ovplyvňovaný zadlženosťou podniku. Diskontná miera potom musí do výpočtu celkovej hodnoty premietnuť vplyv kapitálovej štruktúry. Ako diskontná miera sa tu používa WACC (weighted average costs of capital), čo je vážený priemer nákladov kapitálu. Jej určovanie a výpočet je preberaný v nasledujúcej kapitole.

FCFE je typ peňažného toku diskontovaného pri použití typu výpočtu DCF equity. Jeho označenie FCFE je skratkou anglického termínu free cash flow to the equity a označuje peňažný tok firmy zostávajúci vo firme po uspokojení nárokov veriteľov a po zaistení ďalšieho fungovania podniku (investície a pracovný kapitál). Ak je FCFE aj za týchto okolností kladný, znamená to, že firma generuje kapitál navyše. V prípade, že sa jedná o dlhodobější jav, býva často táto skutočnosť dôvodom pre založenie dividendovej politiky firmy prípadne sú tieto zdroje investované do iných alternatívnych investičných príležitostí pre firmu. Takisto ako aj u FCFF aj FCFE v modeli ovplyvňuje výber diskontnej miery, pomocou ktorej sa prevádza na súčasnú hodnotu. V prípade použitia FCFE ako peňaného toku v modeli je nutné ako diskontnú mieru použiť náklady vlastného kapitálu, ozn.  $r_e$ . Určovanie tejto diskontnej miery je preberaný v nasledujúcej kapitole.

Výpočet FCFE sa uskutočňuje podľa nasledujúcej schémy:

Tab. 2: FCFE (podľa [2])

Tržby - Náklady	
= Čistý príjem z operácií - Dane	= EBIT - EBIT*t
= EBIT po zdanení + odpisy	= EBIT(1-t) + ODP
= Cash flow z operácií - zmena pracovného kapitálu - investície	= EBIT(1-t)+ODP - $\Delta WC$ - INV

- splátky úverov veriteľom	- SPL
= FCFE	= EBIT(1-t)+ODP-ΔWC-INV-SPL

### 3.4.3. Stanovenie diskontnej miery

Po určení toho, čo chceme diskontovať, prichádza na rad otázka, čím to chceme diskontovať. Ako už bolo spomenuté, takisto ako voľba použitia konkrétneho peňažného toku, tak aj voľba konkrétnej diskontnej miery závisí od typu výsledku, ktorý chceme dosiahnuť. Vo všeobecnosti pri určovaní hodnoty firmy metódou DCF platí, že podľa charakteru výsledku, ktorý chceme dosiahnuť, vlastne zladíme čitateľa s menovateľom v modeli. Pri určení hodnoty vlastného kapitálu vo firme použijeme typ výpočtu DCF equity, kde čitateľ tvorí FCFE a v menovateli ako diskontná miera vystupujú náklady vlastného kapitálu. V tejto práci ich budem označovať  $r_e$ .

Pri určovaní celkovej hodnoty firmy zase používame typ výpočtu DCF entity, ako menovateľ používame FCFE a diskontnú mieru tu určujú vážené priemerné náklady kapitálu. Tie sú vo všeobecnosti označované ako WACC, čo je skratka anglického názvu weighted average costs of capital. V nasledujúcej časti práce sa zameriavam na metódy výpočtu týchto diskontných mier.

#### 3.4.3.1. WACC

Vážené priemerné náklady kapitálu je diskontná miera, ktorá ma za úlohu diskontovať voľné peňažné toky pre veriteľov a akcionárov v DCF modeli. Vzhľadom ku konštrukcii FCFE musí WACC zohľadňovať kapitálovú štruktúru cieľovej firmy. WACC pracuje s úrokom – cenou za použitie kapitálu veriteľov  $r_d$  a s požadovaným výnosom akcionárov  $r_e$ . WACC preto predstavuje priemernú cenu, ktorú podnik platí za vytvorenie finančných zdrojov na strane pasív.

Výpočet tejto diskontnej miery sa uskutočňuje podľa nasledujúceho vzorca:

$$WACC \equiv r_d(1-t)\frac{D}{V} + r_e\frac{E}{V};$$

kde  $r_d$  – náklady na cudzí kapitál

$t$  – daňová sadzba

$D$  – trhov hodnota cudzieho kapitálu (dlhu)

$r_e$  – náklady na vlastn kapitál

$E$  – trhov hodnota vlastného kapitálu

$V$  – hodnota celkového kapitálu ( $V=E+D$ )

Pri určovaní WACC sa obvykle postupuje podla týchto krokov:

- 1) určenie kapitálovej štruktúry (určenie vh jednotlivých zloŹiek kapitálu)
- 2) určenie nákladov na cudzí kapitál
- 3) určenie nákladov na vlastn kapitál
- 4) určenie WACC

Pri určovaní kapitálovej štruktúry sa doporučuje, aby pri uren vh jednotlivých zloŹiek kapitálu bolo pouŹit vyjadrenie v trhových hodnotách, t.j. trhov kapitalizácia vlastného imania ( $E$ ) a cudzích zdrojov ( $D$ ) na celkovej trhovej hodnote danej firmy. Tu moŹu nastať komplikácie napr. pri dlhopisoch alebo akciách spoločnosti, ktoré nie sú beŹne obchodovan. Trhov hodnota dlhopisov sa dá urit pomocou očakávaných budúcich platieb, ktoré diskontujeme oakvanm výnosom do splatnosti. Ale v prípade akcií tkto postup nie je moŹn. Odporúča sa potom zamerať na štruktúru kapitálu vyplvajucu zo súvahy.

Náklady na cudzí kapitál sa určia opäť najlepšie ako vŹen priemer. Východiskom pre tento výpočet je štruktúra cudzích zdrojov vyplývajúca z výkazu súvaha, jedná sa o nasledujúce poloŹky:

- dlhopisy
- dlhodob bankov úvery
- beŹn bankov úvery
- finann výpomoci

Aby bol obraz o rozmere cudzích zdrojov úpln, je treba tieto poloŹky rozšíriť o tzv. mimobilann poloŹky. Sú to väčšinou mal poloŹky, avšak je úeln o ne doplniť informácie zo súvahy. Ide o poloŹky:

- prenájom
- finančný leasing
- ostatné úročené záväzky

Súčet vyššie uvedených položiek a ostatných cudzích zdrojov tvoria celkové cudzie zdroje firmy. Náklady na cudzí kapitál dostaneme ako vážený priemer efektívnych úrokových sadzieb platených za rôzne formy cudzieho kapitálu.

### 3.4.3.2. Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál (ozn.  $r_e$ ) je úroková miera, ktorá sa používa pri diskontovaní FCFE v modeli DCF equity, ktorý určuje hodnotu vlastného kapitálu vo firme. Takisto výpočet  $r_e$  je potrebný pri určení WACC ako jedna zo zložiek podieľajúca sa na určení vážených nákladov kapitálu firmy.

Odhad nákladov vlastného kapitálu vyjadruje očakávanú mieru výnosu investora s prihliadnutím na mieru rizika spojeného s touto investíciou. Keďže však investícia do akciového kapitálu je rizikovejšia ako uloženie dočasne voľných prostriedkov do štátnych dlhopisov (bez rizika), potom miera výnosu musí byť v každom prípade vyššia ako bezrizikový výnos u štátnych dlhopisoch.

Pre stanovenie tejto diskontnej miery je možné použiť tieto metodické postupy:

- model CAPM
- model APT

#### Model CAPM

Model CAPM (z anglického capital asset pricing model) je modelom oceňovania kapitálových aktív, ktorý je v praxi s obľubou široko využívaný. Zároveň však platí, že tento model je veľmi kritizovaný kvôli reálnosti predpokladov, na ktorých je založený. Tento model vysvetľuje vzťah medzi hodnotou a rizikovosťou kapitálového aktíva. Po splnení určitých predpokladov slúži tento model k určovaniu nákladov vlastného kapitálu.

Podľa CAPM náklady na vlastný kapitál sú vlastne súčtom bezrizikového výnosu a rizika spoločnosti vynásobeného rizikovou prémieou, teda:

$$E(r_e) = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

- kde  $r_e$  - náklady na vlastný kapitál  
 $r_f$  - bezrizikový výnos  
 $\beta$  - systematické riziko  
 $E(r_m)$  - očakávaný výnos trhového portfólia  
 $(E(r_m)-r_f)$  - riziková prémie.

Z tohto zápisu modelu je jasné, že model pracuje s očakávaniami investora. Kvôli tomu je nutné model založiť na zjednodušujúcich predpokladoch, ktoré sa spoliehajú na rovnaké očakávania všetkých investorov. CAPM je založený na týchto predpokladoch (podľa [2] a [5]):

- Predpoklady z teórie portfólia:
  - investori sú averzní k riziku a maximalizujú očakávaný úžitok z výnosu
  - všetky kapitálové aktíva sú nekonečne deliteľné
  - investori akceptujú cenu a nemôžu ju ovplyvniť
  - neexistujú transakčné náklady a dane
  
- Ďalšie predpoklady:
  - existuje bezriziková miera
  - všetky aktíva sa dajú obchodovať (aj ľudský kapitál) a majú stanovenú cenu
  - kapitálové trhy sú dokonalé:
    - všetky informácie sú zadarmo a dostupné pre všetkých

- investor má možnosť uzatvárať short pozície a môže si neobmedzene požičiavať za bezrizikovú mieru
- všetci investori majú rovnakú predstavu o očakávaných výnosoch, horizont rozhodovania všetkých investorov je jedno časové obdobie

Je jasné, že väčšina z týchto základných predpokladov neodráža reálny stav na kapitálových trhoch. Preto je CAPM považovaný za vysoko teoretický model absolútne odlúčený od praxe. Empirické štúdie však potvrdzujú platnosť a použiteľnosť tohto modelu v praxi.

Ako bezrizikovú mieru sa v modeli CAPM odporúča používať výnos do splatnosti (YTM) 10 ročných štátnych dlhopisov.

Trhová prémie za riziko je vlastne rozdiel výnosu vhodného trhového portfólia cenných papierov (SAX, DJ, S&P 500...) a bezrizikovej úrokovej miery.

## **Model APT**

Alternatívou k modelu CAPM je modernejší model APT (arbitrage pricing theory – teória arbitrážneho oceňovania). Rozdiel medzi týmito modelmi je v tom, že kým v modeli CAPM je prémie za riziko závislá na jednom faktore, ktorým je beta, tak v modeli APT táto prémie za riziko na viacerých makroekonomických faktoroch.

Aktíva s rovnakou citlivosťou na zmenu trhového výnosu môžu mať rôznu citlivosť na zmenu makroekonomických faktorov (napr. inflácie). Dôsledkom toho aktíva s rovnakou betou dosahujú rôzne očakávané výnosy. Vzhľadom k tomu je jasné, že beta nie je spoľahlivým faktorom k určeniu očakávaného výnosu aktíva.

Podľa APT je možné výnos aktíva chápať ako súčet troch zložiek:

- očakávaného výnosu (strednej hodnoty výnosu)
- citlivosť na systematické riziko
- nesystematické (špecifické) riziko (odstrániteľné diverzifikáciou)

Tento súčet je možné matematicky zapísať nasledovne:

$$r_i = E(r_i) + \sum_{j=1}^m b_{ij} f_j + e_i$$

- kde  $E(r_i)$  – očakávaná hodnota výnosu  
 $b_{ij}$  – citlivosť i-tého aktíva na j-ty fundamentálny faktor  
 $f_j$  – prémie za riziko vyvolané j-tým faktorom  
 $e_i$  – riziková prirážka za nesystématické riziko i-teho faktora.

### 3.4.4. Miera rastu

Pri používaní modelu DCF na určovanie hodnoty firmy je dôležité určiť, akým tempom bude daná firma rásť. Toto tempo rastu je možné určiť viacerými postupmi.

Tempo rastu je možné odvodiť z historických údajov firmy, z kvalifikovaného pohľadu na vnútorné parametre fungovania firmy alebo od analytikov sledujúcich vývoj firmy, odvetvia alebo celej ekonomiky.

Pri určovaní tempa rastu firmy z historických údajov sa pracuje s časovými radmi. Z tohto pohľadu je účelné na odhad miery rastu použiť Box-Jenkinsov model: Model ARIMA (autoregressive integrated moving averages), ktorý modeluje odhad tempa rastu z historických dát ako lineárnu kombináciu minulých hodnôt a minulých chýb

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

- kde  $w_t$  – reálne dáta  
 $\phi_1, \dots, \phi_p$  – autoregresné parametre  
 $\phi_0$  – konštanta  
 $\theta_1, \dots, \theta_q$  – parametre  
 $\varepsilon_t$  – chyba.

Jedným z ďalších možných prístupov k určovaniu tempa rastu pomocou historických údajov je lineárny regresný model, konkrétne regresia príjmov na akciu v závislosti od času. Takto zostavený model vyzerá nasledujúco<sup>4</sup>:

$$EPS_t = a + b_t$$

---

<sup>4</sup> Spracované podľa [6]



kde  $EPS_t$  predstavujú príjmy na akciu (earnings per share) v čase  $t$ .

Mieru rastu  $g$  získanú na základe historických dát je však nutné overiť porovnaním s makroekonomickým prostredím a s jeho vývojom alebo s porovnateľnými firmami kvôli objektivizovaniu získaného záveru.

Pri určovaní miery rastu  $g$  z vnútorných parametrov firmy ide najmä o dva prístupy:

- vnútorná miera rastu
- udržateľná miera rastu

Vnútorná miera rastu je výsledkom výpočtu na základe rentability vlastného kapitálu a aktivačného pomeru. Určuje sa podľa vzorca:

$$g_n = ROE \left( 1 - \frac{DIV}{EPS} \right)$$

kde  $g_n$  je tempo rastu a  $(1 - DIV/EPS)$  je tzv. aktivačný pomer ( $DIV$  je dividenda,  $EPS$  je čistý zisk na akciu).  $ROE$  je rentabilita vlastného kapitálu (čistý zisk/vlastné imanie).

Udržateľná miera rastu zohľadňuje vo svojom výpočte kapitálovú štruktúru firmy. Jej výpočet prebieha podľa vzorca:

$$g = \left( 1 - \frac{DIV}{EPS} \right) \left( ROA + \frac{D}{E} (ROA - úrok(1 - daň)) \right)$$

### 3.4.5. Vplyv inflácie na DCF model

Metóda DCF pracuje predovšetkým z parametrami odhadovanými do budúcnosti. Z tohto pohľadu je jasné, že tieto parametre ovplyvňuje aj inflácia. Preto je vždy nevyhnutné pri práci z týmito metódami dopredu vedieť, či analytik pracuje s reálnymi alebo s nominálnymi úrokovými mierami. V praxi sa väčšinou stretávame s nominálnymi úrokovými mierami. Avšak z pohľadu výsledku valuácie dosiahnutého pomocou DCF metódy je jedno, či analytik použije reálne alebo nominálne vyjadrenie parametrov (diskontná miera, miera rastu, peňažné toky) keďže výsledok dosiahnutý pomocou reálnych vyjadrení parametrov sa musí rovnať výsledku, ktorý analytik dosiahne použitím parametrov v nominálnom vyjadrení. Je však nutné kvôli konzistencii modelu používať všetky parametre v jednotnom vyjadrení, či už nominálnom alebo reálnom.

V teórii financií existuje jednoduchá transformácia, ktorá previedie reálne miery na nominálne. Pre peňažné toky platí:

$$\text{reálny peňažný tok} = \text{nominálny peňažný tok} / (1+E(i_t))^t$$

kde  $E(i_t)$  je očakávaná miera inflácie v čase  $t$ .

Pre diskontnú mieru platí

$$\text{reálna diskontná miera} = [(1+\text{nominálna diskontná miera}) / (1+E(i_t))] - 1$$

To isté platí aj pre mieru rastu.

### 3.4.6. Ukazovatele finančnej analýzy

V tejto časti práce ešte uvedieme základné ukazovatele finančnej analýzy firmy. Pomocou týchto ukazovateľov analytik môže skúmať nielen historickú výkonnosť firmy, ale slúžia aj na projekciu budúcnosti.

#### Ukazovatele finančnej analýzy

##### **Ukazovatele rentability**

Vo všeobecnosti môžeme rentabilitu merať pomerom zisku a vloženého kapitálu. Ak chceme následne určovať špecifickú rentabilitu (rentabilita vlastného kapitálu, rentabilita celkového kapitálu, rentabilita dlhodobo investovaného kapitálu), za vložený kapitál budeme postupne dosadzovať príslušný parameter rentability.

##### **1. Rentabilita celkového kapitálu (return on assets - ROA):**

$$ROA = \frac{\text{zisk}}{CK}$$

kde CK je celkový kapitál.

Celkový kapitál sú celkové cudzie pasíva (cudzie zdroje + vlastné imanie). ROA je celková efektivita podniku, resp. jeho produkčná sila.

## 2. Rentabilita vlastného kapitálu (return on equity - ROE):

$$ROE = \frac{zisk}{VI}$$

kde VI je vlastné imanie. ROE by mala byť vyššia ako bezriziková úroková miera, lebo ináč by investor radšej investoval do bezrizikového aktíva. Tento ukazovateľ meria, aká časť zisku je generovaná vlastným imaním firmy.

## 3. Rentabilita dlhodobo investovaného kapitálu (return on capital employed - ROCE):

$$ROCE = \frac{EBIT}{VI + DZ}$$

kde VI je vlastné imanie a DZ sú dlhodobé záväzky. Čitateľ tohto zlomku sú celkové výnosy všetkých investorov (úroky pre veriteľov, čistý zisk pre akcionárov), menovateľ je suma dlhodobých finančných prostriedkov. Tento ukazovateľ meria schopnosť firmy odmeniť tých, ktorí poskytli prostriedky na financovanie podniku.

## 4. Rentabilita tržieb (profit margin - PM)

$$PM = \frac{\check{C}Z}{Tr\check{z}by}$$

kde ČZ je čistý zisk. Tento ukazovateľ býva považovaný za za hlavný ukazovateľ rentability, udáva, ako efektívne firma transformuje tržby na zisk.

## Ukazovatele aktivity

### 1. Obrat pohľadávok (receivables turnover - RT)

$$RT = \frac{Tr\check{z}by}{P}$$

kde P sú pohľadávky. Ukazovateľ ukazuje, ako rýchlo sú pohľadávky premieňané na finančnú hotovosť.

**a. Doba obratu pohľadávok**

$$DOP = \frac{dni}{RT}$$

kde dni je počet dní v perióde (väčšinou 365) a RT je obrat pohľadávok. Ukazovateľ meria, do akej miery sa firme darí udržiavať úverovú politiku.

**2. Obrat zásob (inventory turnover - IT)**

$$IT = \frac{Tržby}{zásoby}$$

Ukazuje, ako rýchlo sa zásoby vyprodukujú a predajú vo firme.

**a. Doba obratu zásob**

$$DOZ = \frac{dni}{IT}$$

kde dni je počet dní v perióde (väčšinou 365) a IT je obrat zásob.

**3. Obrat majetku (asset turnover - AT)**

$$AT = \frac{Tržby}{CA}$$

kde CA sú celkové aktíva. Ukazovateľ meria, ako firma využíva svoje aktíva. Ak je pomer vysoký, firma efektívne využíva svoje aktíva na generovanie tržieb. Avšak vysoká hodnota môže naznačovať aj to, že firma používa staré vybavenie.

**Ukazovatele likvidity**

**1. Bežná solventnosť (current ratio):**

$$CR = \frac{OA}{KP}$$

kde OA sú celkové obežné aktíva a KP sú celkové krátkodobé pasíva. Optimálna je hodnota 2, líši sa ale v závislosti od odvetvia.

## 2. Rýchla solventnosť (quick ratio):

$$QR = \frac{RA}{KP}$$

kde RA sú tzv. rýchle aktíva (obežné aktíva zmenšené o zásoby). Želaný je pomer 1. Tento ukazovateľ je podobný ako ukazovateľ CR až na to, že sme vylúčili zásoby, lebo tie nie je jednoduché premeniť na peniaze.

## Ukazovatele zadlženosti

### 1. Ukazovateľ veriteľského rizika (debt ratio)

$$DR = \frac{CZ}{CA}$$

kde CZ sú celkové záväzky a CA celkové aktíva. Čím vyšiu hodnotu má tento ukazovateľ, tým je vyššia zadlženosť firmy a teda riziko pre veriteľov aj akcionárov (koľko percent aktív je financovaná dlhom)

### 2. Zadlženosť voči vlastnému imaniu (debt to equity ratio)

$$DE = \frac{CZ}{VI}$$

kde CZ sú celkové záväzky a VI vlastné imanie. Čím je ukazovateľ DE vyšší, tým je vyššie riziko pre veriteľov.

### 3. Equity multiplier (EM)

$$EM = \frac{CA}{VI} = 1 + PA$$

kde CA sú celkové aktíva a VI je vlastné imanie, PA je pomer zadlženosti. EM ukazuje, aká časť majetku je financovaná peniazmi akcionárov.

## 4. Praktický príklad

Tretou časťou tejto diplomovej práce je praktický príklad ocenenia firmy metódou vysvetlenou v druhej časti – metódou diskontovaných cash flow. Firma bude ocenená modelom vytvoreným v programe MS Excel, ktorý je súčasťou tejto diplomovej práce. V prílohe uvádzame tabuľky a všetky výpočty uskutočnené pomocou tohto modelu. Dáta potrebné k oceneniu firmy sú finančné výkazy: Súvaha a Výkaz ziskov a strát. Dáta sú poskytnuté vedúcou diplomovej práce, názov firmy však z dôvodov obchodného tajomstva neuvádzam. Všetky dôležité údaje o firme budú uvedené v nasledujúcej podsekcii.

### 4.1. Predstavenie cieľovej spoločnosti

Naša cieľová firma pôsobí dlhodobo v oblasti strojárenského priemyslu. Základným výrobným programom cieľovej spoločnosti je výroba tlačových archových ofsetových strojov. Spoločnosť patrí medzi popredných výrobcov polygrafických strojov vo svojej krajine. Firma má tiež po celom svete vybudovanú sieť obchodných zastúpení, čím exportuje svoje výrobky do zahraničia, ktoré sú vyvážené do 740 krajín sveta. Nosnú časť výroby tvoria jedno až šesťfarebné stroje v niekoľkých formátových radoch, ktoré sa tešia záujmu majiteľov malých, stredných aj veľkých tlačiarenských prevádzkarní. Stroje sú na prianie zákazníkov vybavované širokou škálou prídavných zariadení (pre číslovanie, rezanie, perforovanie) a dokončovacích zariadení (lakovanie), ktoré výrazne zvyšujú možnosť ich využitia. Vďaka úspešnej výskumnej a vývojovej základne dosahujú tieto stroje špičkové parametre a konkurujú výrobkom svetových tlačiarenských veľmocí ako sú Nemecko a Japonsko. Spoločnosti bol certifikačnou organizáciou SQS a SKQS udelený certifikát o zavedení a používaní systému riadenia zaisťujúcich akosť produkcie v súlade s ČSN EN ISO 9001:2000 vo vývoji, výrobe, predaji, montáži a servisu archových ofsetových strojov. Dnes pracujú stroje v krajinách všetkých kontinentov a až 68 % produkcie spoločnosti je určených na export.

### **Základné charakteristiky podniku:**

Právna forma:	Akciová spoločnosť
Základné imanie	942 628 000 Kč
Počet, druh, menovitá hodnota akcií:	942 628 kusov akcií na doručiteľa s menovitou hodnotou 1000 Kč
Predmet podnikania:	Polygrafická výroba

## **4.2. Analýza aktív a pasív**

Jednou z najzákladnejších častí procesu ocenenia firmy je dôkladná analýza historickej výkonnosti firmy a analýza súčasného stavu, v ktorom sa firma nachádza. Investor musí poznať históriu firmy aby dokázal odhadnúť jej potenciál, identifikovať hlavné determinanty podmieňujúce súčasný stav a následnou reštrukturalizáciou sa snažil o odstránenie problematických aspektov. História firmy je potrebné poznať aj kvôli tomu, aby analytik vedel prognózovať, ako sa firma bude za určitých predpokladov správať v budúcnosti

Kvôli lepšiemu poznaniu cieľovej spoločnosti je nutné poznať jej majetkovú a kapitálovú štruktúru, vývoj štruktúr v čase vertikálne aj horizontálne (vertikálna analýza štruktúry rozpoznáva alokáciu majetku podľa jednotlivých položiek, horizontálna zase vývoj položiek v čase).

K analýze historickej výkonnosti firmy a súčasného stavu nám postačia finančné výkazy firmy, ktoré máme k dispozícii. K dispozícii máme finančné výkazy firmy od roku 1999 do roku 2007, avšak kvôli zjednodušeniu v práci zobrazujeme len posledné štyri roky, t.j. od 2004 do roku 2008 (celé výkazy aj do histórie prikladáme v prílohe).

V tejto časti práce sa budeme venovať podrobnej analýze aktív a pasív firmy. Aktíva a pasíva firmy budeme analyzovať horizontálnou a vertikálnou analýzou, pričom sa budeme snažiť o identifikáciu súčasného stavu firmy a určenie hlavných problémov, kvôli ktorým sa firma do tohto stavu dostala. Následne ďalej v práci sa budeme snažiť o navrhnutie riešení týchto problémov a reštrukturalizáciu cieľovej spoločnosti.

V nasledujúcej tabuľke uvádzame skrátený finančný výkaz – súvahu firmy:

Tab. 3: Skrátená súvaha firmy

BILANCIA	2004	2005	2006	2007
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>2 224 082</b>	<b>2 194 227</b>	<b>1 462 484</b>	<b>1 316 024</b>
<b>B. STÁLE AKTÍVA</b>	<b>1 074 726</b>	<b>944 888</b>	<b>785 871</b>	<b>704 125</b>
B.I. Nehmotný IM	7 136	9 247	4 598	3 812
B.II. Hmotný investičný majetok	686 135	604 353	501 954	431 746
B.III. Finančné investície	381 455	331 288	279 319	268 567
<b>C. OBEŽNÉ AKTÍVA</b>	<b>1 054 280</b>	<b>1 181 081</b>	<b>633 135</b>	<b>598 803</b>
C.I. Zásoby	490 766	649 243	408 870	398 954
C.II. Dlhodobé pohľadávky	5 072	3 191	2420	6 149
C.III. Krátkodobé pohľadávky	534 881	497 725	211 293	188 899
C.IV. Finančný majetok	23 561	30 922	10 552	4 801
<b>D. OSTATNÉ AKTÍVA</b>	<b>95 076</b>	<b>68 258</b>	<b>43 478</b>	<b>13 096</b>
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>2 224 082</b>	<b>2 194 227</b>	<b>1 462 484</b>	<b>1 316 024</b>
<b>A. VLASTNÉ IMANIE</b>	<b>1 106 416</b>	<b>949 306</b>	<b>434 143</b>	<b>241 512</b>
A.I. Základné imanie	942 628	942 628	942 628	942 628
A.II. Kapitálové fondy	39 949	39 949	39 949	39 949
A.III. Fondy zo zisku	77 146	75 964	75 010	74 912
A.IV. HV minulých rokov	45 344	46 626	-109 235	-623 444
<b>B. CUDZIE ZDROJE</b>	<b>1 099 485</b>	<b>1 216 531</b>	<b>1 008 114</b>	<b>1 062 777</b>
B.I. Rezervy	10 705	30 366	130 337	136 941
B.II. Dlhodobé záväzky	311 853	321 475	265 044	263 132
B.III. Krátkodobé záväzky	289 101	487 296	307 094	354 225
B.IV. Bankové úvery a výpomoci	487 826	377 394	305 639	308 479
<b>C. OSTATNÉ PASÍVA</b>	<b>18 181</b>	<b>28 390</b>	<b>20 227</b>	<b>11 735</b>

Štruktúra aktív podniku prezrádza, do akých majetkových zložiek bol alokovaný kapitál podniku. Pomocou analýzy aktív dokážeme určiť vývoj majetkovej štruktúry firmy a identifikovať tak problémy plynúce z nevhodnej alokácie kapitálu.

Všeobecne platí, že pre podnik je výhodnejšie investovať do dlhodobých aktív, pretože prostredníctvom nich možno dosiahnuť vyššiu výnosnosť, resp. prinášajú podniku úžitok dlhší čas ako obežné krátkodobé aktíva. Cieľom podniku však nemôže byť maximalizovať dlhodobé aktíva a minimalizovať krátkodobý majetok, pretože aj keď dlhodobý majetok viaže kapitál dlhší čas, doba návratu je dlhšia ako u krátkodobých zložiek majetku a tiež sa vyznačuje nízkou likviditou. Krátkodobý majetok je síce charakterizovaný nižšou výnosnosťou, ale na druhej strane krátkodobovo viaže kapitál a slúži na zabezpečenie likvidity podniku. Každý podnik by mal pozorne sledovať pomer



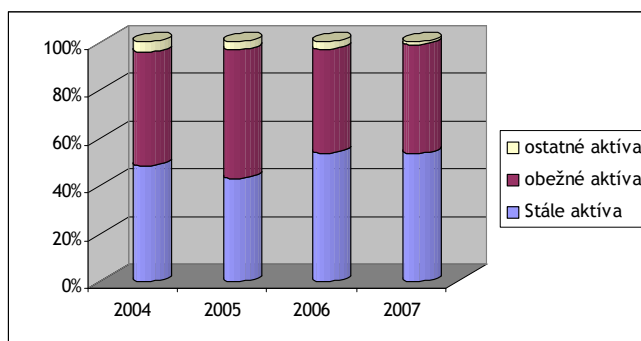
dlhodobých a krátkodobých zložiek aktív, a to z dôvodu zaistenia likvidity pri zohľadnení všetkých finančných rizík spojených s rozhodovaním o umiestnení kapitálu do aktív.

Aktíva sú v prevažnej miere tvorené z hmotného investičného majetku, finančných investícií, zásob, krátkodobých pohľadávok a len v malom zastúpení z dlhodobých pohľadávok a finančného majetku. Pre strojársku výrobu ako investične náročné odvetvie je doporučená štruktúra stálych a obežných aktív v pomere SA: OA= 1:1.

Z pohľadu na celkové aktíva vidieť, ich hodnota nekompromisne klesá. Zlomovým je rok 2004, keď dosiahli najvyššiu hodnotu a začali trvale klesať. Ako negatívny trend sa javí fakt, že kým pred rokom 2004 obežné aktíva boli zastúpené vo viac ako 50 %, po tomto roku sa pomer obrátil a ich podiel klesá (okrem roku 2005, keď OA výrazne vzrástli nárastom zásob). Tento vývoj je najmä z pohľadu likvidity nepriaznivý, vypovedá o nedostatočnom využití investičného majetku, hlavne hmotného investičného majetku, ktorý tvorí dominantnú časť stálych aktív. Tento stav môže byť zapríčinený opotrebovanosťou hmotného investičného majetku, nízkymi investíciami. Celkové aktíva firmy od prvého sledovaného roku klesali postupne o 1,34%, 33,35% a 10%. Výrazný je najmä pokles v roku 2006 celkom o jednu tretinu. Pokles je výsledkom najmä poklesu jednou z hlavných zložiek celkových aktív – stálych aktív. Tie zaznamenali pokles medziročne o 12,08%, 16,83% a 10,40%. Kým ďalšia významná časť celkových aktív – obežné aktíva, zaznamenali v prvom období rast o 12,03%, následne však poklesli medziročne o 46,39% a v poslednom roku o 5,45%. Z týchto výsledkov je markantný najmä výrazný pokles aktív v roku 2006. Takisto ako problém vidíme pokles aktív za sledované historické obdobie na 59% svojej pôvodnej hodnoty.

Čo sa týka majetkovej štruktúry firmy, zobrazuje ju nasledujúci obrázok:

Obr. 5: Majetková štruktúra



Z tohto obrázku je vidieť, že štruktúra aktív sa v čase výraznejšie nemení. Percentuálne majetkovú štruktúru zobrazuje nasledujúca tabuľka:

Tab. 4: Majetková štruktúra

	2004	2005	2006	2007
<b>B. STÁLE AKTÍVA</b>	<b>48,3%</b>	<b>43,1%</b>	<b>53,7%</b>	<b>53,5%</b>
B.I. Nehmotný IM	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%
B.II. Hmotný investičný majetok	30,9%	27,5%	34,3%	32,8%
B.III. Finančné investície	17,2%	15,1%	19,1%	20,4%
<b>C. OBEŽNÉ AKTÍVA</b>	<b>47,4%</b>	<b>53,8%</b>	<b>43,3%</b>	<b>45,5%</b>
C.I. Zásoby	22,1%	29,6%	28,0%	30,3%
C.II. Dlhodobé pohľadávky	0,2%	0,1%	0,2%	0,5%
C.III. Krátkodobé pohľadávky	24,0%	22,7%	14,4%	14,4%
C.IV. Finančný majetok	1,1%	1,4%	0,7%	0,4%
<b>D. OSTATNÉ AKTÍVA</b>	<b>4,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,0%</b>

Problémom firmy je, že nedostatočne investuje, v r. 2006 odpredala časť svojho majetku. Nedostatočné investície a len odpisovanie hmotného investičného majetku naznačuje, že majetok starne ako dôsledok finančných problémov. V dlhodobom horizonte by investície nemali klesnúť pod 100% odpisov. Aj keď za dlhodobý horizont by sme mali použiť dobu životnosti hmotného investičného majetku, sledované obdobie poskytuje priestor na vyslovenie hypotézy o slabých investíciách spoločnosti a používaní odpisov ako zdroju hotovosti.

Štruktúra pasív ukazuje, akými zdrojmi bol financovaný majetok podniku. Jej analýzou je možné zistiť, ako sa v čase vyvíjala kapitálová štruktúra podniku

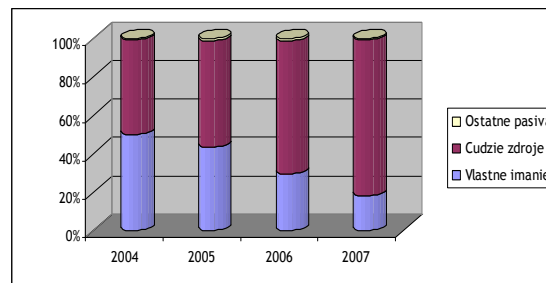
a identifikovať prípadné problémy firmy plynúce z nevhodného riadenia pomeru cudzích a vlastných zdrojov firmy.

Čo sa týka našej cieľovej spoločnosti, na strane pasív je zase príčinou poklesu hlavne zmena vo vlastnom imaní firmy. Vlastné imanie medziročne klesalo o 14,20%, 54,27% a 44,37%. Príčinou tohto poklesu je najmä krytie hospodárskeho výsledku bežného účtovného obdobia firmy, kedy vlastne firma v rokoch 2005 až 2007 vytvorila záporný hospodársky výsledok, teda stratu.

Cudzí kapitál (s výnimkou r. 2005, keď krátkodobé záväzky vzrástli o 70%) kontinuálne klesal a to v dôsledku splácania dlhodobých úverov ako aj znižovania krátkodobých záväzkov nezodpovedajúcemu znižovaniu krátkodobých pohľadávok.

V štruktúre pasív v čase rastie podiel cudzích zdrojov na úkor vlastného imania firmy čo znamená, že firma začína byť čím ďalej tým viac financovaná cudzími zdrojmi. Kapitálovú štruktúru firmy ilustruje nasledujúci obrázok a tabuľka:

Obr. 6: Kapitálová štruktúra



Tab. 4: Kapitálová štruktúra

	2004	2005	2006	2007
<b>A. VLASTNÉ IMANIE</b>	<b>49,7%</b>	<b>43,3%</b>	<b>29,7%</b>	<b>18,4%</b>
A.I. Základné imanie	42,4%	43,0%	64,5%	71,6%
A.II. Kapitálové fondy	1,8%	1,8%	2,7%	3,0%
A.III. Fondy zo zisku	3,5%	3,5%	5,1%	5,7%
A.IV. HV minulých rokov	2,0%	2,1%	-7,5%	-47,4%
A.V. HV bežného účt. obdobia	0,1%	-7,1%	-35,2%	-14,6%
<b>B. CUDZIE ZDROJE</b>	<b>49,4%</b>	<b>55,4%</b>	<b>68,9%</b>	<b>80,8%</b>
B.I. Rezervy	0,5%	1,4%	8,9%	10,4%
B.II. Dlhodobé záväzky	14,0%	14,7%	18,1%	20,0%
B.III. Krátkodobé záväzky	13,0%	22,2%	21,0%	26,9%
B.IV. Bankové úvery a výpomoci	21,9%	17,2%	20,9%	23,4%

Čo sa týka kapitálovej štruktúry, za najzávažnejší problém považujeme percentuálny podiel cudzích zdrojov na celkovom majetku firmy a jeho vývoj v čase. Zastúpenie cudzích zdrojov na celkovom kapitále neustále vzrastal a dostal sa až za hornú hranicu prípustnosti nasadenia cudzieho kapitálu. Tento stav mohol vzniknúť ako zvyšovaním zadlženosti, tak neschopnosťou splácať úvery, ako aj neschopnosťou vytvárať si vlastné prostriedky.

Na cudzích zdrojoch v posledných dvoch sledovaných rokoch výrazne rastie podiel rezerv, tvorených z rezerv na kurzové straty, rezerv na poskytnuté bankové záruky a rezerv na garančné opravy. Krátkodobé záväzky sú tvorené približne z 80% krátkodobými záväzkami z obchodného styku. Podľa vývoja stavu úverov a záväzkov z obchodného styku sa potvrdzuje predpoklad, že spoločnosť už v r. 2005 mala vážne problémy s platobnou schopnosťou. Podľa rovnomerného poklesu zostatku úverov sa zdá, že spoločnosť bola nútená dodržať splátkový kalendár na úverové zdroje a nedarilo sa je ich revolvingovať. Tým sa znížil jej hotovostný potenciál, ktorý riešila výrazným zvýšením objemu krátkodobých záväzkov. Samozrejme sa táto situácia odrazila aj na časovej štruktúre záväzkov. Podľa prílohy k účtovnej závierke sa objem záväzkov po lehote splatnosti zvyšuje.

Ďalším z indikátorov finančnej stability firmy je rozdiel medzi súčtom vlastného a dlhodobého cudzieho kapitálu a obežnými aktívami. Ten nám poukazuje na prekapitalizovanie, resp. podkapitalizovanie spoločnosti. Historicky hodnoty sú uvedené v nasledujúcej tabuľke:

Tab. 5: Indikátor kapitalizácie

	2004	2005	2006	2007
Indikátor kapitalizácie	363 989	89 700	66 052	-94 159

Vo všeobecnosti platí, že mierna úroveň prekapitalizovania je vo výrobnom podniku žiadúca. Týka sa to predovšetkým zásob, ktoré sú potrebné na udržanie kontinuity výroby v prípade zlyhania dodávateľov (tzv. poistná zásoba). Výška stavu zásob v roku 2007 je záporná a prispieva k negatívnemu výsledku hospodárenia firmy.

Pre posúdenie situácie spoločnosti je vhodné urobiť analýzu vzťahu krátkodobých pohľadávok a krátkodobých záväzkov. Ich nepriaznivý pomer totiž môže vyvolávať tlaky na riadenie peňažného toku. Ich postupný vývoj je zobrazený v tejto tabuľke:

Tab. 6: Analýza krátkodobých pohľadávok a záväzkov

	2004	2005	2006	2007
Krátkodobé pohľadávky	534 881	497 725	211 293	188 899
Krátkodobé záväzky	289 101	487 296	307 094	354 225

Kým na začiatku sledovaného obdobia boli krátkodobé pohľadávky takmer dvojnásobné oproti krátkodobým záväzkom (pomer pohľadávky k záväzkom je 185%), v priebehu štyroch rokov sa tento pomer obrátil (pomer záväzky k pohľadávkam je 187%). To znamená, že ak objem pohľadávok klesá a objem záväzkov stúpa, vo firme sa tvorí hotovosť. Je však nutné sledovať, do akej miery rastú záväzky, pretože veľké množstvo záväzkov zase má nepriaznivý vplyv na kredibilitu firmy.

### 4.3. Analýza hospodárskeho výsledku

Pre rozhodovanie manažérov podniku je veľmi dôležité poznať, aké aktivity prinášajú podniku zisk a ktoré činnosti sú naopak stratové. Nemenej dôležitým sa javí poznanie vplyvov, ktoré pôsobili na dosiahnutie príslušných výsledkov. Preto sa teraz zameriame na výkaz ziskov a strát. Nasledujúca tabuľka zobrazuje skrátený výkaz ziskov a strát za sledované obdobie:

Tab. 7: Skrátený výkaz ziskov a strát

Výsledovka	2004	2005	2006	2007
+ Obchodná marža	3 890	3 517	1 657	500
II. Výroba	1 407 661	1 369 262	1 166 246	1 049 622
B. Výrobná spotreba	861 855	917 371	819 758	757 147
+ Pridaná hodnota	549 696	455 408	348 145	292 975
D. Dane a poplatky	3 361	1 940	6 004	1 522
* Prevádzkový hospodársky výsledok	108 403	-118 589	-357 767	-81 235
* Hospodársky výsledok z finančných operácií	-93 579	-129 507	-152 940	-111 481
Dane z príjmu	15 059	-4 061	0	0
** Hospodársky výsledok za bežnú činnosť	-235	-211 020	-510 707	-192 716
* Mimoriadny hospodársky výsledok	1 584	55 159	-3 502	183
HV pred zdanením	16 408	-159 922	-514 209	-192 533
*** Hospodársky výsledok za účtovné obdobie	1 349	-155 861	-514 209	-192 533

Hospodárskym výsledkom bola strata, preto je vhodné venovať pozornosť aj príčinám tohto stavu s dôrazom na analýzu nákladovosti, ktorá je jedným z determinujúcich činiteľov dosiahnutého hospodárskeho výsledku.

Hlavnou príčinou vysokých strát je najmä prevádzková činnosť. Tu sa významnou mierou na prevádzkovej strate podieľali nehotovostné prevádzkové náklady – náklady Tvorba opravných položiek a Tvorba rezerv. Predpokladáme, že v spoločnosti bola snaha o odstránenie dubióznych zásob a nedobytných pohľadávok.

Podľa vývoja tržieb je možné usúdiť, že v r. 2004 došlo v spoločnosti k problémom s umiestňovaním výroby (do r. 2003 tržby rástli, od r. 2004 už len rovnomerne klesajú). Vývoju tržieb v podstate primerane zodpovedá aj vývoj pridanej hodnoty.

Vzhľadom k charakteru podnikania firmy a predmetu činnosti je potrebné analyzovať najmä výrobnú činnosť firmy. Nedostatky pri riadení spoločnosti v oblasti výrobnéj činnosti tejto firmy môžu viesť k veľkým problémom v hospodárení firmy a preto je nutná dôsledná analýza tejto činnosti. Túto činnosť meriame pomocou ukazovateľov v tab. 8:

Tab. 8: Analýza výrobnéj činnosti firmy

Ukazovateľ	2004	2005	2006	2007
Výroba	1 407 661	1 369 262	1 166 246	1 049 622
- zmena		-2,73%	-14,83%	-10,00%
Výrobná spotreba	861 855	917 371	819 758	757 147
- zmena		6,44%	-10,64%	-7,64%
Marža pridanej hodnoty	39,05%	33,26%	29,85%	27,91%
Marža prevádzkového HV	7,70%	-8,66%	-30,68%	-7,74%
Marža upraveného prevádzkového HV	7,05%	5,15%	-3,93%	-8,03%
Materiál a energia na výrobe	51,52%	52,42%	54,29%	55,80%
Služby na výrobe	9,70%	14,57%	16,00%	16,34%
Odpisy na výrobe	6,24%	6,01%	6,00%	6,69%
Mzdová náročnosť	18,24%	16,65%	19,74%	20,67%
Rentabilita mzdových nákladov	214,06%	199,76%	151,22%	135,02%

Celková **výroba** má klesajúci trend, od roku 2004 do roku 2008 klesla o štvrtinu (25,44%), čo považujeme za negatívne. **Výrobná spotreba** v roku 2005 stúpila, neskôr už klesala, ale jej podiel na celkovej výrobnéj produkcii stále stúpil, čo takisto považujeme za negatívny trend (tento trend je takisto možné vypožorovať z toho, že výrobná spotreba klesala menším tempom ako výroba). Vývoj efektívnosti výroby odráža vývoj pridanej hodnoty, ktorá je vlastne základom pre celé podnikové hospodárenie. **Marža pridanej hodnoty** klesá neprimerane k poklesu tržieb a podieľa sa tým na negatívnom HV.

Keďže ide o výrobný podnik, hlavnou zložkou hospodárskeho výsledku je zisk, resp. strata z prevádzkovej činnosti a teda aj celkovú efektívnosť podniku ovplyvňuje najmä efektívnosť prevádzkovej činnosti. Ukazovateľ **marža prevádzkového hospodárskeho výsledku** poukazuje na výrobný potenciál podniku. Tento ukazovateľ historicky výrazne klesal, až na rok 2007, keď stúpil. V roku 2006 ale dosiahol minimum. V porovnaní s maržou pridanej hodnoty, ktorá klesala pravidelne, je vývoj tohto ukazovateľa značne negatívny. Keďže prevádzkový hospodársky výsledok zahŕňa aj nehotovostné náklady a výnosy viazané na tvorbu a rozpúšťanie opravných položiek a rezerv, takto získané hodnoty marže prevádzkového hospodárskeho výsledku nám skutočný výrobný potenciál podniku skresľujú. Ak o ne zvýšime resp. znížime prevádzkový hospodársky výsledok,

dostaneme upravený prevádzkový hospodársky výsledok a z neho získaná **marža upraveného prevádzkového hospodárskeho výsledku** lepšie vystihuje skutočný priamy výrobný potenciál spoločnosti. U tohto ukazovateľa je vidieť postupný pokles, podobne ako u marže pridanej hodnoty avšak s menej rozkolísaným vývojom. Ak ho porovnáme s maržou pridanej hodnoty zistíme, že výrobný potenciál spoločnosti klesal v posledných sledovaných rokoch o čosi rýchlejšie ako marža pridanej hodnoty a teda prevádzkové náklady neklesali proporcionálne s poklesom výroby.

Ďalšie ukazovatele ako **materiál a energia na výrobe** a **služby na výrobe** rastú, čo naznačuje, že spoločnosť začala pravdepodobne v pomerne veľkej miere zabezpečovať významnú časť výroby outsourcingom (významne vzrástol podiel nákladov na služby na celkovej výrobe a klesol podiel nákladov na materiál a energiu na výrobnej spotrebe). Z tohto vývoja by bolo možné odvodiť fakt, že nedostatok investícií sa odrazil na schopnosti firmy dosahovať zákazníkom požadovanú kvalitu svojimi vlastnými prostriedkami čo znamená, že firma služby pri výrobe outsourcuje.

Ako pomerne pozitívny sa javí ukazovateľ **odpisy na výrobe**, ktorý by mal byť vyrovnaný, čo je v analyzovanom podniku dodržané. Do značnej miery je to spôsobené výrazným poklesom výroby v posledných rokoch (takže pokles investícií a tým aj pokles odpisov nie je zjavný).

Posledné dva ukazovatele poukazujú na efektivitu zamestnancov na výrobe. **Mzdová náročnosť** má stúpajúci charakter (okrem roku 2005, kedy poklesla), čo je negatívny vývoj ukazovateľa. Mzdové náklady sa počas celého sledovaného obdobia držali na stabilnej úrovni a možno teda konštatovať, že spoločnosť neprispôsobila stav počtu zamestnancov výrobe a neefektívne využívala pracovnú silu. Na značnú prezamestnanosť v podniku poukazuje aj ukazovateľ **rentability mzdových nákladov**, ktorý v posledných 2 sledovaných rokoch výrazne poklesol.

Tu pripájam ešte jednu tabuľku s ukazovateľom, ktorý potvrdzuje výsledok ukazovateľa rentability mzdových nákladov a potvrdzuje prezamestnanosť vo firme. Je to produktivita práce.



Tab. 9: Produktivita práce

	2004	2005	2006	2007
Produktivita práce (PP)	1 598,36	1 728,81	1 587,64	1 461,43
rast PP		8,16%	-8,17%	-7,95%

Z tabuľky je vidieť klesajúci trend rastu produktivity práce. Na základe tohto ukazovateľa je možné vyvodiť záver, že firma, ak chce zlepšiť hospodárenie a tým aj svoje hospodárske výsledky, musí okrem investície do novej výrobnéj technológie takisto korigovať počet zamestnancov vo firme (ukazovateľ jednoznačne indikuje prezamestnanosť vo firme).

Ďalší problém vidíme v obchodnej aktivite firmy. Tú je možné merať ukazovateľmi finančnej analýzy firmy, presnejšie ukazovateľmi aktivity vysvetľovanými v teoretickej časti diplomovej práce. Ich hodnoty a vývoj zobrazuje nasledujúca tabuľka:

Tab. 10: Ukazovatele aktivity

Ukazovateľ (v dňoch)	2004	2005	2006	2007
doba obratu záväzkov	56	136	89	108
doba obratu pohľadávok	139	145	69	70
doba obratu zásob	148	208	142	163

Z historických dát je vidieť, že doba obratu záväzkov je vyššia ako doba obratu pohľadávok čo znamená, že záväzky firmy majú dlhšiu dobu splatnosti ako pohľadávky firmy, čo je pre firmu dobré. Firma by sa mala snažiť vymáhať pohľadávky v čo najkratšej dobe a záväzky v dlhšej, čo znamená disponibilnú hotovosť pre firmu. Takýto stav ukazovateľov je pre firmu priaznivý, je však nutné sledovať ich vývoj v čase. V našom konkrétnom prípade však je nutné optimalizovať hlavne ukazovatele doba obratu záväzkov a dobu obratu zásob.

## **4.4. Posúdenie determinantov súčasného stavu situácie spoločnosti**

Medzi možné faktory podmieňujúce súčasný stav hospodárenia spoločnosti sa dajú na základe prevedenej finančnej analýzy odhadnúť nasledujúce:

- *Problémy na obchode - predaj*

Znižovanie tržieb poukazuje na problémy pri predaji. Možných alternatív determinujúcich tento fakt sa črtá viac: spoločnosť sa neprispôsobila potrebám trhu, nedostatočná kvalita produkcie, vytlačenie z trhu konkurenciou. Takisto je možné, že spoločnosť začala predávať cez tretie strany, čo znamená, že sa im predajné ceny dostali pod skutočnú trhovú hodnotu.

- *Problémy na obchode - nákup.*

Popri znižovaní výstupov (tržby) sa vstupy (výrobná spotreba) neznižovali adekvátny tempom, čo znamená, že spoločnosť si ich zadovážovala „draho“. Nakupovanie vstupov drahšie ako sú trhové ceny je zvyčajne spôsobené nákupom cez tretie strany.

- *Znížený objem investícií do výrobných zariadení*

Tento fakt môže znamenať, že spoločnosť nie je schopná vyrábať v požadovanej kvalite a v požadovanom časovom horizonte, čím sa mení štruktúra výroby a presúva sa do segmentu s nižšou predajnou cenou a pridanou hodnotou.

- *Znižovanie stavu úverov*

Znížený výrobný potenciál sa odrazil v neochote finančných inštitúcií úverovať spoločnosť dlhodobými zdrojmi. Spoločnosť musela dodržiavať splatnosti úverov, ale nebola ich schopná nahrádzať novými, čo tiež mohlo byť dôvodom, že nemala dostatok prostriedkov na zvýšenie objemu výroby a investícií.

## **4.5. Návrh riešenia problémov – návrh opatrení**

Pod dôkladnej analýze histórie, súčasného stavu firmy a identifikácii hlavných problémov firmy musí private equity investor stanoviť návrh riešenia problémov tak, aby

ozdravil firmu a dosiahol jej efektívne fungovanie. V tomto okamihu uz väčšinou pridaná hodnota private equity investora vo firme končí a private equity investor ju predáva strategickému partnerovi.

Opatrenia bude potrebné previesť v postupnosti na základe očakávaného časového horizontu ich efektívnosti.. V prvom rade to budú opatrenia, ktoré majú okamžitú časovú účinnosť a pomôžu odstrániť finančné úniky. Až medzi poslednými krokmi budú tie, ktoré sa týkajú dlhodobej časovej účinnosti, to znamená opatrenia týkajúce sa investícií a efektívnosti výroby.

V prvom kroku bude nutné previesť dôkladný audit obchodného oddelenia spoločnosti, preverenie všetkých kúpno - predajných zmlúv a odstránenie možných strát na predaji a nákupe. Bude potrebné porovnať trhové ceny vstupov a výstupov so zmluvnými cenami, porovnať doby splatnosti jednotlivých odberateľov a zistiť, či nedochádza k neoprávnenému uprednostňovaniu niektorých z nich. K zabezpečeniu likvidity je potrebné prehodnotiť bonitu pohľadávok a zvážiť možnosť odpredaja ťažko dobytých pohľadávok. Taktiež bude potrebné prehodnotiť dubióznosť zásob a majetku a ich zrealizáciou upraviť hodnotu aktív na ich skutočnú trhovú hodnotu.

Vzhľadom na vysoký podiel osobných nákladov na tržbách bude potrebné prehodnotenie *potreby zamestnanosti* cez personálny audit (najmä pri THP pracovníkoch, kde býva zvyčajne najvyššia miera prezamestnanosti).

Ďalším krokom bude snaha o zvýšenie efektívnosti výroby, ktorej pokles vznikol ako dôsledok zníženia investícií. V tejto oblasti mohlo dôjsť k technickému zníženiu efektívnosti výroby (napr. zvyšovanou mernou spotrebou energií). Bude potrebné urobiť podrobný audit výrobných procesov a odstrániť prípadné zbytočné resp. neefektívne procesy výroby plynúce z jej zníženého objemu.

Vzhľadom na dlhodobu nízky objem investícií sa dá predpokladať, že v oblasti investícií bude potrebné urobiť zásadné zmeny. Bude treba previesť dôkladný audit všetkých technologických zariadení, porovnať ich stav s konkurenciou a navrhnúť nové investičné plány tak, aby spoločnosť bola schopná vyrábať na úrovni odvetvového priemeru. Vzhľadom na zastaranosť hlavnej výrobnéj linky bude potrebné v čo najkratšom časovom horizonte zainvestovať a vymeniť ju.

Stabilizácia dlhodobých finančných zdrojov by sa mala dosiahnuť vypracovaním nového podnikateľského plánu (business plánu) s tak zapracovanými opatreniami, aby finančné inštitúcie opäť získali dôveru a boli ochotné dlhodobo úverovať spoločnosť.

Po vstupe private equity investora do firmy, ktorý získava podiel na majetku spoločnosti a stáva sa tak majiteľom časti firmy, nepredpokladáme problém pri získavaní zdrojov z úveru práve kvôli zabezpečeniu solventnosti novým majiteľom. Tieto zdroje v budú v plnej výške zainvestované do hlavnej výrobnéj linky, čo nám zvýši tržby. Kvôli novým investíciám do technológií môžeme prepustiť ľudí (nový stroj nahradí ľudí) a tým jednorázovo zvýšime produktivitu práce a vyriešime problém firmy s prezamestnanosťou.

## 4.6. Prognóza vývoja

Po vykonaní uvedených opatrení predpokladáme, že dosihneme nami požadovanú úroveň obchodnej aktivity firmy. V číselnom vyjadrení bude našou snahou znížiť dobu obratu záväzkov a zásob a súčasne ponechanie doby obratu pohľadávok na súčasnej úrovni. Vývoj ukazovateľov aktivity firmy v prognózovanom období zobrazuje nasledujúca tabuľka:

Tab. 11: Ukazovatele aktivity - budúcnosť

Ukazovatele	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
doba obratu záväzkov	100	95	90	86	83	80
doba obratu pohľadávok	70	70	70	70	70	70
doba obratu zásob	150	140	130	120	110	100

Požadovaná doba obratu pohľadávok je na nižšej úrovni ako doba obratu zásob kvôli disponibilnej hotovosti pre firmu.

Zmenami vo výrobných procesoch sa budeme snažiť zefektívniť nákladovú aj výrobnú činnosť firmy. Túto vystihujú nasledujúce ukazovatele

- Spotreba materiálu a energie/Tržby
- Služby/Tržby
- Náklady vynaložené na predaný tovar/Tržby za predaj tovaru
- Dane a poplatky/Tržby
- Výnosové úroky/Tržby

Historicky tieto údaje zobrazuje nasledujúca tabuľka:

Tab. 12: Hlavné ukazovatele

Ukazovateľ	Označenie	2004	2005	2006	2007
Spotreba materiálu a energie / Tržby	SME	60,0%	62,9%	60,4%	65,7%
Služby / Tržby	SLU	11%	17%	18%	19%
Náklady vynaložené na predaný tovar / Tržby za predaj tovaru	NPT	83%	78%	91%	95%
Dane a poplatky / Tržby	DaP	0,28%	0,17%	0,57%	0,17%
Výnosové úroky / Tržby	VUR	10,74%	6,98%	5,02%	4,50%

Z historických dát ako alarmujúci stav považujeme hodnotu ukazovateľa spotreba materiálu a energie na tržby, ktorý určuje podiel výrobných spotreby na tržbách. Je neprimerane vysoký, z čoho usudzujeme, že používané stroje na výrobu vo firme nie sú efektívne a je nutné, aby private equity investor investoval do obnovy výrobných strojov.

Upravením výrobných činnosti firmy dosiahneme stav, ktorý v číselnom vyjadrení cez ukazovatele bude na požadovanej úrovni.

Nasledujúca tabuľka ukazuje požadované hodnoty hlavných ukazovateľov v prognózovanom období. V našom prípade sa nám podarilo opatreniami dosiahnuť plynulé nastavenie výrobných činnosti firmy na požadovanú úroveň.

Tab. 13: Hlavné ukazovatele – budúcnosť

Ukazovateľ	Označenie	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
Spotreba materiálu a energie / Tržby	SME	61,2%	59,0%	56,7%	54,5%	52,2%	50,0%
Služby / Tržby	SLU	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Náklady vynaložené na predaný tovar / Tržby za predaj tovaru	NPT	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Dane a poplatky / Tržby	DaP	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Výnosové úroky / Tržby	VUR	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%

Vzhľadom k tomu, že sme sa zameriavali najmä na zmeny, ktoré mali vplyv hlavne na ukazovateľ spotreby materiálu a energie na tržby, ostatné hodnoty ukazovateľov ostávajú na približne rovnakej úrovni. Hodnotu tohto ukazovateľa testujeme neskôr analýzou citlivosti kvôli jeho najväčšej citlivosti na nami navrhované riešenia problémov firmy.

Pomocou takto predpokladaných hodnôt ukazovateľov naprojektujeme finančný výkaz ziskov a strát firmy do budúcnosti (všetky podrobnosti a projekcie je vidieť v modeli priloženom k diplomovej práci). Ich hodnoty by pri úspešnej transformácii spoločnosti mali vyzeráť takto:

Tab. 14: Skrátený výkaz ziskov a strát - budúcnosť

Výsledovka	2008	2009	2010	2011	2012	2013
+ Obchodná marža	2 000	2 000	2 100	2 205	2 282	2 328
II. Výroba	1 049 622	1 049 622	1 094 196	1 140 998	1 175 398	1 195 743
B. Výrobná spotreba	723 979	703 990	718 200	732 071	734 884	726 316
+ Pridaná hodnota	327 643	347 632	378 096	411 132	442 796	471 755
D. Dane a poplatky	1 783	1 783	1 872	1 966	2 034	2 075
* Prevádzkový hospodársky výsledok	52 639	65 082	99 684	129 353	156 296	179 614
* Hospodársky výsledok z finančných operácií	-107 038	-114 437	-115 295	-116 241	-116 695	-116 581
Dane z príjmu	0	0	0	2 491	7 524	11 976
** Hospodársky výsledok za bežnú činnosť	-54 399	-49 355	-15 610	10 620	32 077	51 057
* Mimoriadny hospodársky výsledok	183	183	183	183	183	183
HV pred zdanením	-54 216	-49 172	-15 427	13 295	39 784	63 216
*** Hospodársky výsledok za účtovné obdobie	-54 216	-49 172	-15 427	10 803	32 260	51 240

Z týchto výsledkov je vidieť, že reštrukturalizačné opatrenia viedli k optimalizácii firemných procesov, čo odzrkadľuje aj priaznivý vývoj hospodárskeho výsledku za účtovné obdobie.

Ako ďalší z parametrov, ktoré považujeme za potrebné do budúcnosti kvôli reštrukturalizácii firmy stanoviť, je potrebná výška reinvestícií. Kvôli potrebe investovať do technológie firmy sme určili reinvestície vo výške pomeru investícií k odpisom v prvom roku na hodnotu 150%, postupne v ďalších rokoch kvôli udržiavaniu reinvestícií je tento pomer na nižšej úrovni (50%, 60%, 70, 80%). Ako sme už v práci spomenuli, tento pomer by nemal klesnúť z dlhodobého hľadiska pod úroveň 100%. Za dlhodobé hľadisko by sme mali považovať dobu životnosti hmotného investičného majetku, my však v tejto práci tento pomer určíme už v poslednom roku projekcie finančných výkazov (kvôli dosiahnutiu optimálneho pomeru už počas projekcie). Pomocou takto navrhovaných riešení finančné výsledky firmy budú v číselnom vyjadrení vyzeráť takto:

Tab. 15: Výkaz súvaha - budúcnosť

BILANCIA	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>1 323 274</b>	<b>1 253 795</b>	<b>1 229 051</b>	<b>1 232 529</b>	<b>1 256 437</b>	<b>1 295 680</b>
<b>B. STÁLE AKTÍVA</b>	<b>731 109</b>	<b>697 379</b>	<b>674 443</b>	<b>658 075</b>	<b>647 478</b>	<b>647 478</b>
B.I. Nehmotný IM	3 812	3 812	3 812	3 812	3 812	3 812
B.II. Hmotný investičný majetok	458 730	425 000	402 064	385 696	375 099	375 099
B.III. Finančné investície	268 567	268 567	268 567	268 567	268 567	268 567
<b>C. OBEŽNÉ AKTÍVA</b>	<b>579 069</b>	<b>543 320</b>	<b>541 513</b>	<b>561 358</b>	<b>595 864</b>	<b>635 106</b>
C.I. Zásoby	366 359	341 935	333 386	323 128	306 568	284 272
C.II. Dlhodobé pohľadávky	6 149	6 149	6 149	6 149	6 149	6 149
Pohľadávky z obchodného styku	6 117	6 117	6 117	6 117	6 117	6 117
C.III. Krátkodobé pohľadávky	189 888	189 888	198 437	207 413	214 010	217 912
Pohľadávky z obchodného styku	170 967	170 967	179 516	188 492	195 089	198 991
C.IV. Finančný majetok	16 673	5 348	3 541	24 668	69 137	126 773
<b>D. OSTATNÉ AKTÍVA</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>
kontrola	0	0	0	0	0	0
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>1 323 274</b>	<b>1 253 795</b>	<b>1 229 051</b>	<b>1 232 529</b>	<b>1 256 437</b>	<b>1 295 680</b>
<b>A. VLASTNÉ IMANIE</b>	<b>187 296</b>	<b>138 125</b>	<b>122 697</b>	<b>133 501</b>	<b>165 760</b>	<b>217 000</b>
A.I. Základné imanie	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628
A.II. Kapitálové fondy	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949
A.III. Fondy zo zisku	74 912	74 912	74 912	74 912	74 912	74 912
A.IV. HV minulých rokov	-815 977	-870 193	-919 364	-934 792	-923 988	-891 729
A.V. HV bežného účt. obdobia	-54 216	-49 172	-15 427	10 803	32 260	51 240
<b>B. CUDZIE ZDROJE</b>	<b>1 124 243</b>	<b>1 103 936</b>	<b>1 094 619</b>	<b>1 087 293</b>	<b>1 078 942</b>	<b>1 066 945</b>
B.I. Rezervy	136 941	136 941	136 941	136 941	136 941	136 941
B.II. Dlhodobé záväzky	263 132	263 132	263 132	263 132	263 132	263 132
Emitované dlhopisy	219 904	219 904	219 904	219 904	219 904	219 904
B.III. Krátkodobé záväzky	334 738	322 526	321 305	322 074	321 819	317 917
Záväzky z obchodného styku	244 239	232 027	230 806	231 575	231 320	227 418
B.IV. Bankové úvery a výpomoci	389 432	381 336	373 241	365 146	357 051	348 955
<b>C. OSTATNÉ PASÍVA</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>

## 4.7. Stanovenie hodnoty spoločnosti a analýza citlivosti

V tejto časti práce stanovíme hodnotu spoločnosti metódou DCF entity popísanou v teoretickej časti práce. Najprv je nutné stanoviť peňažné toky, ktoré budeme diskontovať. Tie sú vypočítané modelom na základe projekcií z predchádzajúcej časti práce a sú zobrazené v tejto tabuľke:

Tab. 16: Finančné toky

	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
NI	-54 215,83	-49 171,55	-15 427,33	10 803,41	32 259,57	51 239,61
Odpisy	53 968,38	67 460,34	57 341,27	54 558,53	52 985,86	52 185,93
Zmena WC	-12 118,99	-12 211,96	1 221,20	-2 051,61	-9 707,32	-14 492,31
investície	80 952,56	33 730,17	34 404,76	38 190,97	42 388,69	52 185,93
Zmena úverov	80 952,56	-8 095,26	-8 095,26	-8 095,26	-8 095,26	-8 095,26
FCF	11 871,53	-11 324,67	-1 807,27	21 127,33	44 468,81	57 636,67

Z tabuľky je vidieť, že peňažné toky v prvých troch rokoch sú záporné. Na základe modelu CAPM je vypočítaná diskontná miera, ktorou sú jednotlivé peňažné toky diskontované. Táto diskontná sadzba vyzerá nasledujúco:

Tab. 17: Diskontná miera

	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
Diskontná miera	11,2%	11,0%	11,0%	11,2%	11,2%	11,2%

Pri predpokladanom raste firmy 2% (hodnota zvolená na základe porovnania s odvetvovými firmami, neskôr testovaná pomocou analýzy citlivosti) je celková hodnota cieľovej spoločnosti za využitia všetkých predpokladov a uskutočnenia všetkých opatrení **458 131 100 Sk**. Toto je peňažná suma, vyjadrujúca hodnotu spoločnosti pre private equity investora.

Čo sa týka analýzy citlivosti, testovali sme výslednú hodnotu firmy vzhľadom k percentuálnemu rastu a ukazovateľu spotreby materiálu a energie na tržby. Výsledky analýzy citlivosti sú v tejto tabuľke:

Tab. 18: Analýza citlivosti

	Analýza citlivosti	Rast tržieb		
		1%	2%	4%
SME	45%	812 144,21	812 452,66	813 069,56
	50%	460 468,26	458 131,10	453 456,79
	55%	104 053,56	99 070,80	89 105,27

Z tejto analýzy vyplýva, že dosiahnutie požadovanej úrovne spotreby materiálu a energie, ktorá je číselne vyjadrená ukazovateľom spotreby materiálu a energie na tržby má na celkovú hodnotu spoločnosti veľký vplyv.



Pre overenie výsledku nášho výpočtu je možné použiť benchmark. Benchmark je vlastne pre investora v širšom zmysle akýkoľvek ukazovateľ, s ktorým porovnáva výsledky. Pre investora, ktorý investuje do akcií na nejakom trhu môže byť benchmarkom výnosu jeho portfólia napríklad aj výnos indexu toho trhu. Pre private equity investora takýmto benchmarkom môže byť firma verejne obchodovateľná na trhu, pretože u takýchto firiem je možnosť získania údajov o hospodárení práve kvôli ich povinnosti zverejňovať dáta (keďže je verejne obchodovateľná). Tieto informácie ale zvyknú byť spoplatnené a teda pre účely diplomovej práce sme nedokázali získať všetky relevantné informácie, ktoré by sme ku konštrukcii kvalitného benchmarku potrebovali. Preto sa pokúsime len o priblíženie metódy konštrukcie benchmarku pre náš konkrétny prípad. Nasledujúca tabuľka zobrazuje dáta o verejne obchodovateľných firmách z rovnakého odvetvia ako naša cieľová firma poskytnuté terminálom Reuters:

Tab. 19: Odvetvové údaje

Názov firmy	% Acq. stake	Deal value th EUR	For 100% th EUR	Target Turnover (operat. revenue) th EUR	Target EBITDA th EUR	Target EBIT th EUR	Target Profit before tax th EUR	Target Profit after tax th EUR	Target Total assets th EUR	Target Shareh. funds th EUR
MAN AG's and Allianz Capital Partners' unnamed joint venture	100,0	856 000	856 000	1 761 000	100,0	856 000	856 000	n.a.	1 761 000	n.a.
-	10,0	240 520	2 405 200	3 645 170	10,0	240 520	2 405 200	2 533 889	3 645 170	293 329
-	50,0	1 300 000	2 598 960	3 868 468	50,0	1 300 000	2 598 960	2 835 216	3 868 468	193 227
Dainippon Screen Manufacturing Co., Ltd.	100,0	45 123	45 123	29 022	100,0	45 123	45 123	44 283	29 022	2 641
Ever 1919 Ltd	100,0	3 219	3 219	14 157	100,0	3 219	3 219	9 251	14 157	833
-	6,3	22 400	357 257	1 312 931	96 472	58 005	62 253	39 971	1 334 106	452 951
Penta Group AS	100,0	2 694	2 694	54 801	100,0	2 694	2 694	26 397	54 801	329

Z týchto dát je možné určiť štatistiky potrebné k porovnaniu s našou firmou:

Tab. 20: Odvetvové údaje - štatistiky

Názov firmy	Price of 100% / Turnov.	Price of 100% / EBITDA	Price of 100% / Profit aft. tax	Price of 100% / Assets
MAN AG's and Allianz Capital Partners' unnamed joint venture	0,5	n.a.	26,8	0,6
-	0,7	8,2	39,4	0,7
-	0,7	13,5	n.a.	0,6
Dainippon Screen Manufacturing Co., Ltd.	1,6	17,1	n.a.	3,0
Ever 1919 Ltd	0,2	3,9	n.a.	0,3
-	0,3	3,7	8,9	0,3

Názov firmy	Price of 100% / Turnov.	Price of 100% / EBITDA	Price of 100% / Profit aft. tax	Price of 100% / Assets
Penta Group AS	0,0	8,2	n.a.	0,0
<b>(1) Priemerná hodnota</b>	<b>0,6</b>	<b>9,1</b>	<b>25,0</b>	<b>0,8</b>
<b>(2) Uprav. priemer. hodnota</b>	<b>0,5</b>	<b>8,4</b>		<b>0,5</b>
<b>Max.</b>	<b>1,6</b>	<b>17,1</b>	<b>39,4</b>	<b>3,0</b>
<b>Min.</b>	<b>0,0</b>	<b>3,7</b>	<b>8,9</b>	<b>0,0</b>
<b>(3) Standardná odchýlka</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>15,3</b>	<b>1,0</b>
<b>(4) Št. odch. / priem. hodnota</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>
<b>(5) Počet údajov</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>7</b>

Použitím týchto štatistík a hodnôt našej firmy z finančných výkazov vypočítame nasledujúce ukazovatele (hodnota firmy je určená ako súčin ukazovateľa Cena / tržby a tržbiab):

Tab. 21: Benchmark

	Cena / tržby
odvetvie	0,6
	Tržby
firma	891 473 000
<b>hodnota</b>	<b>499 380 000</b>

Hodnota našej firmy podľa týchto ukazovateľov je **499 380 000 Sk**, čo sa od našej vypočítanej hodnoty líši v prijateľnej miere, čo potvrdzuje správnosť nášho výpočtu.

## 5. Záver

Cieľom tejto diplomovej práce bolo oboznámiť čitateľa s investičným procesom private equity investície s dôrazom na jednu konkrétnu časť tohto procesu – ocenenie cieľovej spoločnosti.

V prvej časti sa čitateľ dozvedá o odvetví private equity ako o forme alternatívneho investovania, čo je doplnková forma investovania oproti tradičným formám ako investovanie do cenných papierov, mien a pod. Postupne sa oboznamuje s definíciou private equity ako oblasti investovania, jej charakteristikami a pojmami. Takisto sa stretáva s historickým vývojom tohto odvetvia, jeho všeobecným delením a nakoniec je v prvej časti práce popísaný všeobecný investičný postup pri private equity investovaní.

V druhej časti práce sme sa venovali teórii oceňovania firiem vo všeobecnosti. Táto teoretická časť obsahuje naznačené a v skratke vysvetlené všetky možné prístupy k oceňovaniu firiem, spolu s princípmi, na ktorých sú založené. Dôraz je kladený na jednu z metód, metódu diskontovaných peňažných tokov (discounted cash flow - DCF). Vzhľadom k princípu, na ktorom funguje táto metóda (princíp aktualizácie budúcich peňažných tokov príslušným diskontným faktorom) sme dospeli k záveru, že táto metóda je najvhodnejšia pre private equity investora, keďže pre takéhoto investora je potenciál firmy rozhodujúcim faktorom pri rozhodovaní o realizácii investície. Takisto v tejto časti postupne rozoberáme celý postup aplikácie tejto metódy.

V tretej časti práce je metódou DCF ocenená konkrétna cieľová spoločnosť. V tejto časti práce je naznačený postup analýzy investičnej príležitosti pre private equity investora. V častiach **Analýza aktív a pasív** a **Analýza hospodárskeho výsledku** sme dospeli k záveru, že situácia, v ktorej sa cieľová firma nachádza, je zapríčinená zlým riadením prevádzkovej činnosti firmy, zastaralým majetkom spoločnosti, prezamestnanosťou a malou mierou investícií firmy. Reštrukturalizáciu a oživenie spoločnosti predpokladáme previesť postupnými krokmi. Sledovali sme firemné procesy cieľovej spoločnosti cez hlavné ukazovatele, ktorých hodnota sa v čase postupne približuje požadovaným úrovniám. Takisto je v tejto časti učená aj diskontná miera, pomocou ktorého sme aktualizovali budúce hodnoty peňažných tokov k súčasnosti.

Aplikáciou metódy DCF sme dospeli k hodnote spoločnosti vo výške 458 131 100 Sk. Táto peňažná suma vyjadruje hodnotu, ktorú má cieľová firma pre private equity investora po použití daných predpokladov, ktoré sme použili v procese určovania firmy v tejto práci. Pripomínam, že cena, za ktorú private equity investor do danej spoločnosti vstúpi, sa môže od tejto hodnoty líšiť práve kvôli tomu, že cena a hodnota sú dva rozdielne pojmy. Cena je už výsledkom vyjednávania private equity investora a zástupcov cieľovej firmy a tak takisto šikovnosť a zručnosť pri týchto negociačných procesoch môžu ovplyvniť úspech celkovej private equity investície. Následne sme túto hodnotu testovali analýzou citlivosti na vstupné faktory, konkrétne na ukazovateľ SME a mieru rastu. Ukázalo sa, že dosiahnutie určitej úrovne nákladovosti (číselne vyjadrené ukazovateľom spotreby materiálu a energie na tržby) má veľký vplyv na konečnú celkovú hodnotu spoločnosti. Nakoniec sme výslednú hodnotu porovnávali s hodnotou firmy vypočítanou cez multiplikátor P/S (Cena/Tržby) odvetvia. Toto porovnanie nám potvrdilo správnosť našich výpočtov.

# Prílohy:

## Príloha č. 1: Súvaha firmy

BILANCIA	2004	2005	2006	2007	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
<b>AKTÍVA CELKOM</b>	<b>2 224 082</b>	<b>2 194 227</b>	<b>1 462 484</b>	<b>1 316 024</b>	<b>1 323 274</b>	<b>1 253 795</b>	<b>1 229 051</b>	<b>1 232 529</b>	<b>1 256 437</b>	<b>1 295 680</b>
<b>B. STÁLE AKTÍVA</b>	<b>1 074 726</b>	<b>944 888</b>	<b>785 871</b>	<b>704 125</b>	<b>731 109</b>	<b>697 379</b>	<b>674 443</b>	<b>658 075</b>	<b>647 478</b>	<b>647 478</b>
<b>B.I. Nehmotný IM</b>	<b>7 136</b>	<b>9 247</b>	<b>4 598</b>	<b>3 812</b>	<b>3 812</b>	<b>3 812</b>	<b>3 812</b>	<b>3 812</b>	<b>3 812</b>	<b>3 812</b>
Zriaďovacie výdavky										
Nehmotné výsledky výskumnej činnosti										
Software	1 590	8 164	4 206	3 671	3 671	3 671	3 671	3 671	3 671	3 671
Ocenené práva	1 551	956	361	0	0	0	0	0	0	0
-					0	0	0	0	0	0
Iný NIM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nedokončené nehmotné investície	3 995	127	31	141	141	141	141	141	141	141
Poskytnuté preddavky na NIM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>B.II. Hmotný investičný majetok</b>	<b>686 135</b>	<b>604 353</b>	<b>501 954</b>	<b>431 746</b>	<b>458 730</b>	<b>425 000</b>	<b>402 064</b>	<b>385 696</b>	<b>375 099</b>	<b>375 099</b>
Pozemky	12 234	11 601	12 150	12 012						
Budovy, haly a stavby	393 861	364 546	329 855	286 043						
Stroje, prístroje, zar. a inventár	263 872	208 524	143 270	128 828						
Pestovateľské celky trvalých porastov				0						
Základné stádo a ťažné zvieratá				0						
Iný HIM	1 273	1 273	1 303	1 303						
Nedokončené hmotné investície	14 654	17 752	15 122	3 512						
Poskytnuté preddavky na HIM	241	657	254	48						
Opravná položka k nadobudnutému majetku	0	0	0	0						
<b>B.III. Finančné investície</b>	<b>381 455</b>	<b>331 288</b>	<b>279 319</b>	<b>268 567</b>	<b>268 567</b>	<b>268 567</b>	<b>268 567</b>	<b>268 567</b>	<b>268 567</b>	<b>268 567</b>
Podielové CP a V v podn. s rozh.vplyvom	258 327	245 504	195 616	184 864	184 864	184 864	184 864	184 864	184 864	184 864
Podielové CP a V v podn. s podstat.vplyvom	85 684	85 684	83 703	83 703	83 703	83 703	83 703	83 703	83 703	83 703
Ostatné invest.CP a vklady	37 444	100	0	0						
Pôžičky podnikom v skupine	0	0	0	0						
Iné finančné investície	0	0	0	0						
-										
-										
-										
<b>C. OBEŽNÉ AKTÍVA</b>	<b>1 054 280</b>	<b>1 181 081</b>	<b>633 135</b>	<b>598 803</b>	<b>579 069</b>	<b>543 320</b>	<b>541 513</b>	<b>561 358</b>	<b>595 864</b>	<b>635 106</b>
<b>C.I. Zásoby</b>	<b>490 766</b>	<b>649 243</b>	<b>408 870</b>	<b>398 954</b>	<b>366 359</b>	<b>341 935</b>	<b>333 386</b>	<b>323 128</b>	<b>306 568</b>	<b>284 272</b>
Materiál	139 504	201 548	90 298	80 127						
Nedokončená výroba a polotovary	128 115	324 936	252 672	266 073						
-										
Výrobky	179 623	86 615	56 231	40 920						
Zvieratá	0	0	0	0						
Tovar	41 820	35 948	11 222	11 699						
Poskytnuté preddavky na zásoby	1 704	196	-1 553	135						
<b>C.II. Dlhodobé pohľadávky</b>	<b>5 072</b>	<b>3 191</b>	<b>2 420</b>	<b>6 149</b>	<b>6 149</b>	<b>6 149</b>	<b>6 149</b>	<b>6 149</b>	<b>6 149</b>	<b>6 149</b>
Pohľadávky z obchodného styku	5 022	3 153	2 388	6 117	6 117	6 117	6 117	6 117	6 117	6 117
Pohľadávky v p. s rozh. vplyvom	0	0	0	0						
Pohľadávky v p. s podstat.vplyvom	0	0	0	0						
Pohľadávky voči spol. a združeniu	0	0	0	0						

BILANCIA	2004	2005	2006	2007	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
Iné pohľadávky	50	38	32	32	32	32	32	32	32	32
Štát - odložená daňová pohľadávka										
<b>C.III. Krátkodobé pohľadávky</b>	<b>534 881</b>	<b>497 725</b>	<b>211 293</b>	<b>188 899</b>	<b>189 888</b>	<b>189 888</b>	<b>198 437</b>	<b>207 413</b>	<b>214 010</b>	<b>217 912</b>
Pohľadávky z obchodného styku	460 118	452 912	199 436	169 978	170 967	170 967	179 516	188 492	195 089	198 991
Pohľadávky v p. s rozh.vplyvom	0	0	0	0						
Pohľadávky v p. s podstat.vplyvom	0	0	0	0						
Pohľadávky voči spol.a združeniu	22 500	0	0	0						
Sociálne zabezpečenie	0	0	0	0						
Štát - daňové pohľadávky	10 144	24 253	10 919	15 404	15 404	15 404	15 404	15 404	15 404	15 404
Štát - odložená daňová pohľadávka	0	17 782	0	0						
Iné pohľadávky	42 119	2 778	938	3 517	3 517	3 517	3 517	3 517	3 517	3 517
<b>C.IV. Finančný majetok</b>	<b>23 561</b>	<b>30 922</b>	<b>10 552</b>	<b>4 801</b>	<b>16 673</b>	<b>5 348</b>	<b>3 541</b>	<b>24 668</b>	<b>69 137</b>	<b>126 773</b>
Peniaze	4 361	1 228	1 353	1 284	13 156	1 831	24	21 151	65 620	123 256
Účty v bankách	19 200	29 694	9 199	3 517	3 517	3 517	3 517	3 517	3 517	3 517
Účty v bankách (viac ako jeden rok)										
Krátkodobý finančný majetok	0	0	0	0						
-										
<b>D. OSTATNÉ AKTÍVA</b>	<b>95 076</b>	<b>68 258</b>	<b>43 478</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>	<b>13 096</b>
Náklady budúcich období	76 390	57 275	30 545	6 206	6 206	6 206	6 206	6 206	6 206	6 206
Príjmy budúcich období	26	85	5	1	1	1	1	1	1	1
Kurzové rozdiely aktívne	18 638	10 898	12 429	6 450	6 450	6 450	6 450	6 450	6 450	6 450
Dohadne ucty aktívne	22	0	499	439	439	439	439	439	439	439
<b>PASÍVA CELKOM</b>	<b>2 224 082</b>	<b>2 194 227</b>	<b>1 462 484</b>	<b>1 316 024</b>	<b>1 323 274</b>	<b>1 253 795</b>	<b>1 229 051</b>	<b>1 232 529</b>	<b>1 256 437</b>	<b>1 295 680</b>
<b>A. VLASTNÉ IMANIE</b>	<b>1 106 416</b>	<b>949 306</b>	<b>434 143</b>	<b>241 512</b>	<b>187 296</b>	<b>138 125</b>	<b>122 697</b>	<b>133 501</b>	<b>165 760</b>	<b>217 000</b>
<b>A.I. Základné imanie</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>	<b>942 628</b>
Základné imanie	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628	942 628
Vlastné akcie	0	0	0	0						
Zmeny v základnom imaní					0					
<b>A.II. Kapitálové fondy</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>	<b>39 949</b>
Emisné ážio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatné kapitálové fondy	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949	39 949
Rezervný fond z investícií										
Oceň.rozd.k preceň.majetku	0	0	0	0						
Oceňovacie rozd. z kapit.účasťn	0	0	0	0						
<b>A.III. Fondy zo zisku</b>	<b>77 146</b>	<b>75 964</b>	<b>75 010</b>	<b>74 912</b>	<b>74 912</b>	<b>74 912</b>	<b>74 912</b>	<b>74 912</b>	<b>74 912</b>	<b>74 912</b>
Zákonný rezervný fond	72 813	72 880	72 880	72 880	72 880	72 880	72 880	72 880	72 880	72 880
Nedeliteľný fond	0	0	0	0						
Štatutárne a ostatné fondy	4 333	3 084	2 130	2 032	2 032	2 032	2 032	2 032	2 032	2 032
<b>A.IV. HV minulých rokov</b>	<b>45 344</b>	<b>46 626</b>	<b>-109 235</b>	<b>-623 444</b>	<b>-815 977</b>	<b>-870 193</b>	<b>-919 364</b>	<b>-934 792</b>	<b>-923 988</b>	<b>-891 729</b>
Nerozdelený zisk minulých rokov	45 344	46 626	46 626	46 626	0	0	0	0	0	0
Nerozdelená strata minulých rokov	0	0	-155 861	-670 070	-815 977	-870 193	-919 364	-934 792	-923 988	-891 729
<b>A.V. HV bežného účt. obdobia</b>	<b>1 349</b>	<b>-155 861</b>	<b>-514 209</b>	<b>-192 533</b>	<b>-54 216</b>	<b>-49 172</b>	<b>-15 427</b>	<b>10 803</b>	<b>32 260</b>	<b>51 240</b>
<b>B. CUDZIE ZDROJE</b>	<b>1 099 485</b>	<b>1 216 531</b>	<b>1 008 114</b>	<b>1 062 777</b>	<b>1 124 243</b>	<b>1 103 936</b>	<b>1 094 619</b>	<b>1 087 293</b>	<b>1 078 942</b>	<b>1 066 945</b>
<b>B.I. Rezervy</b>	<b>10 705</b>	<b>30 366</b>	<b>130 337</b>	<b>136 941</b>	<b>136 941</b>	<b>136 941</b>	<b>136 941</b>	<b>136 941</b>	<b>136 941</b>	<b>136 941</b>
Rezervy zákonné	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatné rezervy	9 000	21 982	117 908	124 512	124 512	124 512	124 512	124 512	124 512	124 512
Rezerva na kurzové straty	1 705	8 384	12 429	12 429	12 429	12 429	12 429	12 429	12 429	12 429
<b>B.II. Dlhodobé záväzky</b>	<b>311 853</b>	<b>321 475</b>	<b>265 044</b>	<b>263 132</b>	<b>263 132</b>	<b>263 132</b>	<b>263 132</b>	<b>263 132</b>	<b>263 132</b>	<b>263 132</b>

BILANCIA	2004	2005	2006	2007	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
Dlhodobé záväzky - obchodný styk										
Dlhodobé pasíva nezaúčtované										
Záväzky voči podn.s.rozh.vplyvom	0	0	0	0						
Záväzky voči podn. s podst.vplyvom	0	0	0	0						
Dlhodobé prijaté preddavky	0	0	0	0						
Dlhodobé zmenky na úhradu	0	0	0	0						
Emitované dlhopisy	300 000	284 500	221 691	219 904	219 904	219 904	219 904	219 904	219 904	219 904
Záväzky zo sociálneho fondu										
Iné dlhodobé záväzky	11 853	36 975	43 353	43 228	43 228	43 228	43 228	43 228	43 228	43 228
Štát - odložený záväzok										
<b>B.III. Krátkodobé záväzky</b>	<b>289 101</b>	<b>487 296</b>	<b>307 094</b>	<b>354 225</b>	<b>334 738</b>	<b>322 526</b>	<b>321 305</b>	<b>322 074</b>	<b>321 819</b>	<b>317 917</b>
Záväzky z obchodného styku	184 136	424 189	254 539	263 726	244 239	232 027	230 806	231 575	231 320	227 418
Nevyfaktúrované dodávky										
Záväzky voči p. s.rozh.vplyvom	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Záväzky voči spoločníkom a združeniu	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
Záväzky voči zamestnancom	19 166	13 431	13 096	20 974	20 974	20 974	20 974	20 974	20 974	20 974
Záväzky zo soc.zabezpečenia	16 429	7 068	16 563	32 217	32 217	32 217	32 217	32 217	32 217	32 217
Štát - daňové záväzky a dotácie	336	10 035	2 608	11 561	11 561	11 561	11 561	11 561	11 561	11 561
Štát - odložený záväzok	16 887	22 493	4 712	0	0	0	0	0	0	0
Iné záväzky	52 027	9 960	15 456	25 627	25 627	25 627	25 627	25 627	25 627	25 627
<b>B.IV. Bankové úvery a výpomoci</b>	<b>487 826</b>	<b>377 394</b>	<b>305 639</b>	<b>308 479</b>	<b>389 432</b>	<b>381 336</b>	<b>373 241</b>	<b>365 146</b>	<b>357 051</b>	<b>348 955</b>
Bankové úvery dlhodobé	222 161	226 544	0	225 628	389 432	381 336	373 241	365 146	357 051	348 955
Bežné bankové úvery	265 665	150 850	305 639	82 851						
Krátkodobé finančné výpomoci	0	0	0	0						
<b>C. OSTATNÉ PASÍVA</b>	<b>18 181</b>	<b>28 390</b>	<b>20 227</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>	<b>11 735</b>
Výdavky budúcich období	793	1 098	101	899	899	899	899	899	899	899
Výnosy budúcich období	3	0	356	0	0	0	0	0	0	0
Kurzové rozdiely pasívne	16 933	26 638	17 762	10 114	10 114	10 114	10 114	10 114	10 114	10 114
dohadne ucty pasívne	452	654	2 008	722	722	722	722	722	722	722

## Príloha č. 2: Výkaz ziskov a strát

Výsledovka	2004	2005	2006	2007	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
I. Tržby za predaj tovaru	22 576	15 891	18 743	10 000	10 000	10 000	10 500	11 025	11 411	11 639
A. Náklady vynaložené na predaný tovar	18 686	12 374	17 086	9 500	8 000	8 000	8 400	8 820	9 129	9 311
<b>+ Obchodná marža</b>	<b>3 890</b>	<b>3 517</b>	<b>1 657</b>	<b>500</b>	<b>2 000</b>	<b>2 000</b>	<b>2 100</b>	<b>2 205</b>	<b>2 282</b>	<b>2 328</b>
<b>II. Výroba</b>	<b>1 407 661</b>	<b>1 369 262</b>	<b>1 166 246</b>	<b>1 049 622</b>	<b>1 049 622</b>	<b>1 049 622</b>	<b>1 094 196</b>	<b>1 140 998</b>	<b>1 175 398</b>	<b>1 195 743</b>
Tržby za predaj vlastných vyr. a služieb	1 208 359	1 141 016	1 047 845	891 473	891 473	891 473	936 047	982 849	1 017 249	1 037 594
Zmena st. vnútr. zás. vl. výrobkov	-105 080	23 799	-12 478	65 938	65 938	65 938	65 938	65 938	65 938	65 938
Aktivácia	304 382	204 447	130 879	92 211	92 211	92 211	92 211	92 211	92 211	92 211
<b>B. Výrobná spotreba</b>	<b>861 855</b>	<b>917 371</b>	<b>819 758</b>	<b>757 147</b>	<b>723 979</b>	<b>703 990</b>	<b>718 200</b>	<b>732 071</b>	<b>734 884</b>	<b>726 316</b>
Spotreba materiálu a energie	725 294	717 822	633 143	585 664	545 685	525 695	530 991	535 502	531 434	518 797
Služby	136 561	199 549	186 615	171 483	178 295	178 295	187 209	196 570	203 450	207 519
<b>+ Pridaná hodnota</b>	<b>549 696</b>	<b>455 408</b>	<b>348 145</b>	<b>292 975</b>	<b>327 643</b>	<b>347 632</b>	<b>378 096</b>	<b>411 132</b>	<b>442 796</b>	<b>471 755</b>
<b>C. Osobné náklady</b>	<b>353 475</b>	<b>312 968</b>	<b>314 294</b>	<b>299 573</b>	<b>216 346</b>	<b>210 401</b>	<b>216 292</b>	<b>222 348</b>	<b>228 574</b>	<b>234 974</b>
Mzdové náklady	256 798	227 975	230 222	216 979	150 943	155 622	159 979	164 459	169 064	173 797
Sociálne náklady	7 222	6 158	6 042	6 688	12 272	0	0	0	0	0
Náklady na soc. zabezpečenie	87 499	77 002	75 960	73 702	53 132	54 779	56 313	57 889	59 510	61 177
Odmeny čl. orgánov spol. a druž.	1 956	1 833	2 070	2 204	0	0	0	0	0	0

Výsledovka	2004	2005	2006	2007	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
D. Dane a poplatky	3 361	1 940	6 004	1 522	1 783	1 783	1 872	1 966	2 034	2 075
E. Odpisy NIM a HIM	87 875	82 289	69 977	70 209	53 968	67 460	57 341	54 559	52 986	52 186
Tržby z predaja IM a mater	23 360	72 380	70 365	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Zostatková cena pred. IM a mater.	15 861	49 621	65 110	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
Rezervy a čas. roz. prev. výn	43 772	3 939	88 738	68 891	68 891	68 891	68 891	68 891	68 891	68 891
Rezervy a čas. roz. prev. nák.	36 462	26 120	173 256	86 529	86 529	86 529	86 529	86 529	86 529	86 529
Opravné položky do prev. výnosov	28 881	26 971	193 847	486 947	486 947	486 947	486 947	486 947	486 947	486 947
Opravné položky do prev. nákladov	26 972	193 847	421 251	466 295	466 295	466 295	466 295	466 295	466 295	466 295
VI. Ostatné prev. výnosy	121 978	61 527	77 817	70 000	70 000	70 000	70 000	70 000	70 000	70 000
I. Ostatné prev. náklady	135 278	72 029	86 787	75 920	75 920	75 920	75 920	75 920	75 920	75 920
<b>* Prevádzkový hospodársky výsledok</b>	<b>108 403</b>	<b>-118 589</b>	<b>-357 767</b>	<b>-81 235</b>	<b>52 639</b>	<b>65 082</b>	<b>99 684</b>	<b>129 353</b>	<b>156 296</b>	<b>179 614</b>
VIII. Tržby z predaja CP a vkl.	1 000	30 252	0	0	0	0	0	0	0	0
Predane CP a vkl.	1 279	51 072	0	0	0	0	0	0	0	0
IX. Výnos z fin. investícií	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zúčtovanie rezerv do fin. výnosov	33 689	10 705	26 366	61 446	61 446	61 446	61 446	61 446	61 446	61 446
Tvorba rezerv na fin. náklady	10 705	26 366	61 447	50 413	50 413	50 413	50 413	50 413	50 413	50 413
Zúčt. oprav. pol. do fin. nákladov	0	0	65 696	76 449	76 449	76 449	76 449	76 449	76 449	76 449
X. Výnosy z krátkodob. fin. majetku					0	0	0	0	0	0
					0	0	0	0	0	0
XIII. Výnosové úroky	41 263	2 398	286	141	141	141	141	141	141	141
N. Nákladové úroky	129 779	79 659	52 651	40 102	35 659	43 058	43 916	44 862	45 316	45 202
XIII. Zisk z výmenného kurzu					0	0	0	0	0	0
O. Strata z výmenného kurzu					0	0	0	0	0	0
XIV. Ostatné finančné výnosy	50 748	44 431	26 968	52 209	52 209	52 209	52 209	52 209	52 209	52 209
O. Ostatné finančné náklady	78 516	60 196	26 766	58 313	58 313	58 313	58 313	58 313	58 313	58 313
Saldo rezerv a OP na fin op.					0	0	0	0	0	0
<b>* Hospodársky výsledok z finančných operácií</b>	<b>-93 579</b>	<b>-129 507</b>	<b>-152 940</b>	<b>-111 481</b>	<b>-107 038</b>	<b>-114 437</b>	<b>-115 295</b>	<b>-116 241</b>	<b>-116 695</b>	<b>-116 581</b>
R. Daň z príjmov za bežnú činnosť	15 059	-37 076	0	0	0	0	0	2 491	7 524	11 976
- splatna	14 053	-24 901	0	0						
- odlozena	1 006	-12 175	0	0						
<b>Dane z príjmu</b>	<b>15 059</b>	<b>-4 061</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2 491</b>	<b>7 524</b>	<b>11 976</b>
<b>** Hospodársky výsledok za bežnú činnosť</b>	<b>-235</b>	<b>-211 020</b>	<b>-510 707</b>	<b>-192 716</b>	<b>-54 399</b>	<b>-49 355</b>	<b>-15 610</b>	<b>10 620</b>	<b>32 077</b>	<b>51 057</b>
XVI. Mimoriadne výnosy	3 152	112 144	11 531	183	183	183	183	183	183	183
S. Mimoriadne náklady	1 568	23 970	15 033	0	0	0	0	0	0	0
T. Daň z príjmov z mim. činností	0	33 015	0	0	0	0	0	0	0	0
- splatna	0	33 015	0	0						
- odlozena	0	0	0	0						
<b>* Mimoriadny hospodársky výsledok</b>	<b>1 584</b>	<b>55 159</b>	<b>-3 502</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>
U. Prevod podielov na HV spoločníkov	0	0	0	0						
<b>HV pred zdanením</b>	<b>16 408</b>	<b>-159 922</b>	<b>-514 209</b>	<b>-192 533</b>	<b>-54 216</b>	<b>-49 172</b>	<b>-15 427</b>	<b>13 295</b>	<b>39 784</b>	<b>63 216</b>
<b>*** Hospodársky výsledok za účtovné obdobie</b>	<b>1 349</b>	<b>-155 861</b>	<b>-514 209</b>	<b>-192 533</b>	<b>-54 216</b>	<b>-49 172</b>	<b>-15 427</b>	<b>10 803</b>	<b>32 260</b>	<b>51 240</b>



### Príloha č. 3: Údaje o zamestnancoch

	2004	2005	2006	2007	2008 f	2009 f	2010 f	2011 f	2012 f	2013 f
Počet zamestnancov	756	660	660	610	410	410	410	410	410	410
Zmena					-200			0	0	0
Mzdové náklady	256 798	227 975	230 222	216 979	150 943	155 622	159 979	164 459	169 064	173 797
Sociálne náklady	7 222	6 158	6 042	6 688	12 272	0	0	0	0	0
Náklady na soc. zabezpečenie	87 499	77 002	75 960	73 702	53 132	54 779	56 313	57 889	59 510	61 177
Odmeny čl. orgánov spol. a druž.	1 956	1 833	2 070	2 204						
<b>Osobné výdavky celkom</b>	<b>353 475</b>	<b>312 968</b>	<b>314 294</b>	<b>299 573</b>	<b>216 346</b>	<b>210 401</b>	<b>216 292</b>	<b>222 348</b>	<b>228 574</b>	<b>234 974</b>
% rast miezd		1,7%	1,0%	2,0%	3,5%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
náklady sociálnej ochrany %					35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%
priemerná mzda/mesiac (tis. Sk)	28,31	28,78	29,07	29,64	30,68	31,63	32,52	33,43	34,36	35,32
Odstupné (v mesiacoch)		2								
PP	1 598,36	1 728,81	1 587,64	1 461,43	2 174,32	2 174,32	2 283,04	2 397,19	2 481,09	2 530,72
rast PP		8,16%	-8,17%	-7,95%	48,78%	0,00%	5,00%	5,00%	3,50%	2,00%

## Literatúra:

- [1] Penta Investments: [www.pentainvestments.com/sk](http://www.pentainvestments.com/sk)
- [2] Kislingerová, E.: Oceňování podniku. 2. vydání. Praha, C.H.BECK 2001;
- [3] European venture capital association : [www.evca.com](http://www.evca.com)
- [4] British venture capital association : [www.bvca.com](http://www.bvca.com)
- [5] Melicherčík,I.,Olšárová,L.,Úradníček,V.: Kapitoly z finančnej matematiky. Bratislava: EPOS, 2005. ISBN 80-8057-651-3
- [6] Pašková, Eva, Diplomová práca (2003), “Ohodnocovanie firiem pri fúzii a akvizícii”
- [7] Široký, Ján, Diplomová práca (2004), “Oceňovanie firiem (v slovenských podmienkach)”
- [8] Štubňová, Stanislava, Diplomová práca (2002), “Teória oceňovania firmy”
- [9] Chladná, Z., Prednášky z „Podnikové financie“
- [10] Jakubec, M., Kardoš, P., Kubica, M.: Riadenie hodnoty podniku. Bratislava: Iura Edition, 2006. ISBN 80-8078-118-4
- [11] Brož, M.: Excel pro manažery a ekonomy. Brno: Computer Press, 2006. ISBN 80-251-1307-8
- [12] Stanley Foster Reed, Alexandra Reed Layoux,: The art of M&A, Second edition. Irwing profesional publishing, 1995