

peňažné aktíva v sume 1 100 000 €), preto podnik na inflácii zarobil (pretože inflácia je výhodná pre dlžníka a nevýhodná pre veriteľa).

Tento modelový príklad je do značnej miery zjednodušený, keďže pri všetkých druhoch nepeňažného majetku neplatí skutočnosť, že ich trhové hodnoty rastú rýchlejším tempom ako inflácia. Zároveň pri pohľadávkach aj záväzkoch po lehote splatnosti môžu vzniknúť úroky z omeškania, ktoré sú často vyššie ako inflácia.

1.3 Vplyv odpisov na investovanie a daňové zaťaženie

Postupné uvoľňovanie kapitálu investovaného do dlhodobého hmotného majetku spôsobuje, že podnik použije uvoľnené odpisy na financovanie obnovy dlhodobého hmotného majetku až po jeho úplnom odpísaní. Za predpokladu, že sa odpisy hneď investujú, možno zo zdrojov financovania obnovy v rozsahu tzv. efektu uvoľnenia kapitálu financovať aj rozvoj podniku. Odpisy sú v tomto prípade prostriedkom tvorby nového kapitálu. Na rozsah efektu uvoľňovania kapitálu vplyva:

- množstvo dlhodobého hmotného majetku,
- životnosť,
- metóda odpisovania,
- miera inflácie.

→ Príklad 1.8

Spoločnosť nakúpila a uviedla do používania päť strojov vo vstupnej cene po 67 500 €. Predpokladaná životnosť je päť rokov. Stroje sa vyradujú hneď po jej uplynutí a treba ich obnoviť. Odpisovať sa bude rovnomerne a odpisy sa hneď investujú.

Úloha:

Vypočítajte odpisy a pôsobenie efektu uvoľňovania kapitálu za predpokladu 20 % ročnej odpisovej sadzby.

Riešenie:

Rok	Počet strojov			Vstupná cena (v €)	Suma odpisov (v €)	Reinvestovanie odpisov (v €)	Zostatok odpisov (v €)
	nákup	vyradenie	zostatok				
1	5	–	5	337 500,–	67 500,–	67 500,–	0,–
2	1	–	6	405 000,–	81 000,–	67 500,–	13 500,–
3	1	–	7	472 500,–	94 500,–	67 500,–	40 500,–
4	1	–	8	540 000,–	108 000,–	67 500,–	81 000,–
5	2	–	10	675 000,–	135 000,–	135 000,–	13 500,–

Rok	Počet strojov			Vstupná cena (v €)	Suma odpisov (v €)	Reinvestovanie odpisov (v €)	Zostatok odpisov (v €)
	nákup	vyra- denie	zostatok				
6	2	5	7	472 500,-	94 500,-	67 500,-	40 500,-
7	1	1	7	472 500,-	94 500,-	67 500,-	67 500,-
8	2	1	8	540 000,-	108 000,-	67 500,-	40 500,-
9	1	1	8	540 000,-	108 000,-	67 500,-	81 000,-
10	2	2	8	540 000,-	108 000,-	67 500,-	54 000,-

Ročný odpis je vo výške 13 500 € ($67\,500 \cdot 20\%$). Celková suma odpisov na konci prvého roka je 67 500 € ($13\,500 \cdot 5$). Pri cene stroja 67 500 € možno za tieto odpisy kúpiť jeden stroj a ten používať v druhom roku (spoločnosť má šesť strojov). Hodnota ich odpisov je 81 000 € ($6 \cdot 13\,500$). Z tejto sumy môže spoločnosť reinvestovať 67 500 €, t. j., môže kúpiť jeden stroj a rozdiel 13 500 € ($81\,000 - 67\,500$) sú voľné odpisy, ktoré prenesie do nasledujúceho roka (3. rok). V treťom roku má spoločnosť sedem strojov. Odpisy sú vo výške 94 500 € a voľné odpisy sú vo výške 40 500 €. V šiestom roku spoločnosť kúpi dva stroje a päť strojov vyradí z dôvodu ich odpísania. Celkový stav strojov je sedem. Efekt uvoľňovania kapitálu sa ustáli, počet strojov dosiahol osem (8. rok). Od ôsmeho roka sa efekt z využívania uvoľneného kapitálu viac neprejaví, t. j. odpisy stačia len na financovanie obnovy zvýšeného objemu dlhodobého majetku. Ďalej sa môže počet strojov meniť o ± 1 stroj, väčšie zmeny už nenastanú.

1.4 Metódy hodnotenia investičných projektov

Metódy hodnotenia investičných projektov boli, aj sú predmetom výskumu ekonómov veľmi dlhé obdobie. Zlom v teoretických základoch hodnotenia investícií nastal v polovici 20. storočia, keď bol zavedený princíp zložitého úročenia, ktorý vychádza z princípu opätovnej investície úrokov na konci roka. Tento princíp zohľadňuje pri hodnotení investície aj časovú hodnotu peňazí.

Bez ohľadu na spôsob hodnotenia investičného projektu, je rozhodujúcim kritériom ich vplyv na celkovú úspešnosť podniku, teda na rast a maximalizáciu trhovej hodnoty spoločnosti. Aj keď sa v poslednom čase objavuje stále viac metód ohodnotenia investícií a investičných projektov, rozhodujúce zostávajú metódy finančného charakteru. Bodové a iné nefinančné metódy sú vnímané len ako doplnkové.

Metódy hodnotenia možno členiť podľa rôznych kritérií. Podľa toho, aké efekty z investície sa považujú za základ hodnotenia, rozlišujeme:

- **metódy založené na úspore nákladov** – hlavným kritériom je úspora nákladov. Patrí sem predovšetkým metóda priemerných ročných nákladov a metóda diskontovaných nákladov. Používajú sa najmä pri hodnotení investičných projektov, ktoré pracujú

V súčasnosti potrebuje spoločnosť realizovať zásadné strategické rozhodnutie, ktoré súvisí s jej budúcim vývojom. V zásade má na výber tri varianty:

1. ponechať všetko v pôvodnom stave a zostať v širšom centre mesta,
2. prijať ponuku mesta, presunúť sa na okraj mesta a vybudovať tu nový areál,
3. zastaviť výrobu, spoločnosť zlikvidovať a predať nehnuteľnosti, ktoré sú zaujímavé pre svoju lukratívnu polohu.

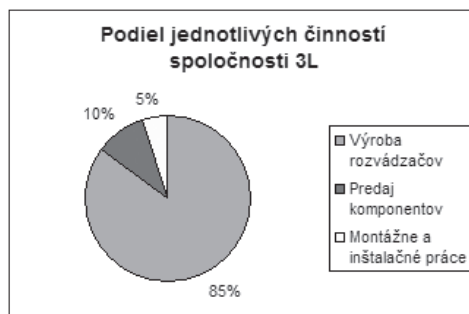
Úlohy:

1. Ktoré faktory by mala spoločnosť brať do úvahy pri rozhodovaní sa o svojom budúcom fungovaní?
2. Aké ďalšie informácie by ste potrebovali na prijatie takéhoto rozhodnutia?

2.2 Reinžinieringový proces spoločnosti 3L, s. r. o.

Spoločnosť 3L, s. r. o., sa zaoberá výrobou a predajom rozvádzačov. Sídli v krajskom meste. História spoločnosti sa datuje od roku 1990, keď jeden z majiteľov – odborník na výrobu rozvádzačov v známom štátnom podniku – využil príležitosť po zmene politických pomerov a založil súkromný podnik v tomto odvetví. Uvedomil si, že vzhľadom na minimálne výrobné náklady a pružnosť reakcie v porovnaní s ťažkopádnyimi štátnymi podnikmi má možnosť uspieť na novovznikajúcom trhu. Dôležitým impulzom na začatie činnosti bolo výhodné získanie pomerne zanedbaných priestorov bývalého kameňolomu spolu s technickým vybavením. Spoločnosť začíjala v roku 1990 s piatimi zamestnancami a v čase najväčšieho rozvoja zamestnávala takmer 70 zamestnancov.

Predmetom činnosti spoločnosti je výroba a predaj rozvádzačov, ako aj elektromontážne a inštaláčne práce. Spoločnosť vyrába a dodáva priemyselné, stavebné, domové a bytové rozvádzače, ako aj kompenzačné rozvádzače. V rámci doplnkového programu sa zaoberá aj predajom samotných skríň rozvádzačov vlastnej výroby a predajom komponentov rozvádzačov od vybraných firiem. Vedenie spoločnosti plánuje v budúcnosti rozšíriť oblasť predaja komponentov, a to získaním zastúpenia viacerých zahraničných firiem.



Obr. 2.1 Podiel jednotlivých činností spoločnosti 3L

3.4 Osobné a nákladné automobily

Ohodnotenie osobných a nákladných automobilov vykonávajú znalci v odbore doprava cestná. Každý automobil musí byť ohodnotený samostatne. Ide o vysoko technické záležitosti, preto uvádzame len vzorový príklad na výpočet všeobecnej hodnoty automobilov.

↪ Príklad 3.4

Identifikácia vozidla Škoda Octavia 1.9 TDI TOUR E. Č BB-XXXEZ

Kategória vozidla:	3. Osobné motorové vozidlá, dodávkové vozidlá, mikrobusy a ich modifikácie (kategória M)
Podkategória vozidla:	3.4 vozidlá so zdvihovým objemom valcov motora $1\ 600 < V \leq 2\ 000\ \text{cm}^3$
Značka a typ vozidla:	Škoda Octavia 1.9 TDI TOUR
Výrobca:	Škoda
Rok výroby:	2010
Zdvihový objem valcov motora:	$1\ 896\ \text{cm}^3$
Maximálny výkon motora/otáčky:	66 kW
Predpísané palivo:	nafta motorová
Užitočná hmotnosť:	467 kg
Celková hmotnosť:	1 855 kg
Dátum prvého uvedenia do prevádzky:	20. 2. 2010
Dátum, ku ktorému je vypočítaná hodnota:	31. 8. 2014
Evidenčné číslo:	BB-XXXEZ
Držiteľ:	XY
Počet držiteľov vozidla:	nezistený
Farba vozidla:	strieborná metalíza
Technický preukaz č:	SB999999
Osvedčenie OEV č:	
Platnosť TK do:	19. 2. 2016
Platnosť emisnej kontroly do:	19. 2. 2016

Výrobné čísla	Podľa dokumentácie	Na vozidle sa zistilo
Výrobné číslo vozidla	TMBDG2999999	totožné
Výrobné číslo motora	ALH999	totožné

Počet najazdených km

Podľa tachometra:	233 033
Podľa záznamov držiteľa:	233 033
Podľa odhadu znalca:	
Počet zohľadnených km:	233 033

Údaje o opravách a poškodení vozidla, opravách hlavných skupín a ich výmene

Bežná prevádzková údržba.

Výbava vozidla

Sériová:

Výbava pôvodná, podľa predpisu výrobcu.

Technický stav skupín vozidla

Vozidlo ako celok

Vyhodnotenie technického stavu skupiny:

– úmerný dobe prevádzky a počtu najazdených kilometrov: nie

– lepší: áno, prirážka 20,00 %

– horší: nie

Technický stav skupiny TSS: 28,26 %

Výpočet základnej amortizácie

Doba prevádzky (mesiace):	54,37
Predpokladaný ročný jazdný výkon:	16 500
Koeficient najazdených kilometrov:	0,360

Rozdiel v počte najazdených kilometrov:

$$RKM = PSKM - PRKM \quad [\text{km}]$$

Koeficient vplyvu skutočne najazdených kilometrov:

$$KAM = \frac{RKM \cdot k_{KM}}{10^3} \quad [\%]$$

Celková základná amortizácia vozidla:

$$ZA = \left(VTSV - \frac{VTSV}{100} \cdot ZAV \right) \cdot \frac{k_{AM}}{100} + ZAV \quad [\%]$$

Celková základná amortizácia jednotlivých skupín:

$$ZA_i = \left(VTSS_i - \frac{VTSS_i}{100} \cdot ZAV_i \right) \cdot \frac{k_{AMi}}{100} + ZAV_i \quad [\%]$$

Ak $VTSV = 100 \%$, celková základná amortizácia vozidla:

$$ZA = (100 - ZAV) \cdot \frac{k_{AM}}{100} + ZAV \quad [\%]$$

Úloha:

Vypočítajte náklady vlastného kapitálu a potom mieru kapitalizácie podľa modelu WACC k 31. decembru 2013.

Výsledok:

Miera kapitalizácie je **8,18 %**.

4.5 Stanovenie trvale odčerpateľných zdrojov

V zmysle vyhlášky MS SR č. 492/2004 Z. z. je **odčerpateľným zdrojom** peňažné vyjadrenie úžitku vytváraného najmä z disponibilných ziskov, výnosov alebo zo salda peňažných tokov, ktoré sa dosiahne z činností podniku alebo jeho častí, alebo zo zložiek majetku podniku a ktorého výška závisí od minulého vývoja podniku, od jeho súčasného postavenia na trhu, ale predovšetkým od jeho predpokladaného vývoja.

V podmienkach SR sa ako odčerpateľné zdroje používajú najčastejšie EBIT po zdanení, čistý zisk (v prípade finančných inštitúcií), cash flow zistený nepriamou metódou, prípadne iné ukazovatele. Základné informácie sú obvykle dodávané objednávateľom v jeho finančnom pláne do budúcnosti – zvyčajne päť až šesť rokov, pričom sú korigované odborníkmi znaleckej organizácie.

Vo svete sa najčastejšie využívajú metódy založené na diskontovaní voľného peňažného toku. Tieto metódy môžu mať nasledujúcu podobu v závislosti od FCF.

- **FCF entity** (*free cash flow to the entity*) – peňažný tok pre veriteľa a pre akcionára, t. j. peňažný tok do podniku ako celku,
- **FCF equity** (*free cash flow to the equity*) – peňažný tok pre akcionára,
- **CFAPV** (*adjusted present value*) – peňažný tok pre akcionára za predpokladu výhradného financovania vlastným kapitálom.

➔ Príklad 4.23

K dispozícii máte nasledujúci finančný plán dodaný objednávateľom (v €):

Položka	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	2 490,-	2 716,-	3 140,-	2 840,-	3 220,-	3 600,-
Odpisy	440,-	490,-	540,-	620,-	680,-	780,-
Investície	600,-	600,-	600,-	1 000,-	1 000,-	1 000,-
Prírastok pracovného kapitálu	1 120,-	1 160,-	1 300,-	840,-	700,-	560,-
Ostatné náklady, ktoré nie sú výdavkami	0,-	0,-	0,-	0,-	0,-	0,-
Výnosy, ktoré nie sú príjmami	0,-	0,-	0,-	0,-	0,-	0,-

Odborníkmi znaleckej organizácie sa uskutočnili tieto korekcie:

- analýza makroprostredia a vyjadrenia bankových analytikov potvrdzujú vysokú pravdepodobnosť zmeny sadzby dane v roku 2016 z 22 % na 15 %,
- finančný plán znalecká organizácia preskúmala a zistila, že je reálny okrem položiek EBIT pred zdanením a prírastok pracovného kapitálu. EBIT pred zdanením je značne podhodnotený, preto ho vo finančnom pláne kolektív znalcov zvýšil o 20 %; prírastok pracovného kapitálu je, naopak, nadhodnotený, preto bol znížený o 10 %.

Úloha:

Vypočítajte odčerpateľné zdroje spoločnosti (odčerpateľný zdroj je čistý cash flow zistený nepriamou metódou).

Výsledok:

Suma odčerpateľných zdrojov v rokoch 2014 – 2019 je **11 567 €**.

4.6 Komplexný príklad I

Podnik ALFA, a. s., dosiahol za rok 2008 odčerpateľné zdroje vo výške 9 500 €.

Prognóza vychádzajúca z predloženého finančného plánu je takáto:

- 2014 – odčerpateľné zdroje 10 500 €,
- 2015 – odčerpateľné zdroje 11 800 €,
- 2016 – odčerpateľné zdroje 10 900 €,
- 2017 – odčerpateľné zdroje 12 600 €,
- 2018 – odčerpateľné zdroje 14 100 €.

Predpoklad na rok 2019 je dosiahnutie odčerpateľných zdrojov vo výške 14 500 €. Kolektív znalcov preskúmal finančný plán predložený objednávateľom znaleckého posudku a zistil, že je reálny. Miera kapitalizácie bola stanovená vo výške 10,5 % a trvale udržateľná miera rastu vo výške 1,5 %.

Úloha:

Stanovte všeobecnú hodnotu podniku k 31. decembru 2013 podnikateľskou metódou pri neobmedzenej životnosti podniku aj pri obmedzenej životnosti podniku, ak sa v šiestom roku predpokladá likvidačný prebytok vo výške 120 800 €.

Výsledky:

VŠH pri neobmedzenej životnosti je **142 049 €**.

VŠH pri obmedzenej životnosti je **110 613 €**.

5.3 Výpočet všeobecnej hodnoty patentu

V súvislosti s ohodnotením patentov sa využíva, podobne ako pri ohodnotení ochranných známk metóda licenčnej analógie. Pri ohodnotení patentov je stanovenie licenčného poplatku jednoduchšie ako pri ochranných známkach, pretože transfer technológií je bežnejší ako transfer práv na označovanie.

➔ Príklad 5.6

Spoločnosť, ktorá je zároveň vlastníkom patentu (jeho prihlasovateľom), tento patent využíva už 10 rokov a dosahuje z jeho využitia stabilné tržby. Ide o technické riešenie umožňujúce vyrábať špeciálne kľby do robotov, ktoré sa využívajú v rámci celej Európskej únie. Priamym konkurentom spoločnosti je japonská spoločnosť, ktorá vyrába kľbové otoče do robotov na inom technickom princípe, s využitím vlastného patentu. Celú výrobu týchto produktov pre Európsku úniu realizuje slovenská spoločnosť – prihlasovateľ patentu. Patentové prihlášky registrované v zahraničí vychádzajú z pôvodnej patentovej prihlášky podanej v Slovenskej republike, pričom patent je registrovaný v týchto krajinách:

- štáty Európskej únie,
- Rusko,
- Čína,
- USA,
- Brazília.

Vývoz sa nerealizuje do všetkých krajín, v ktorých je vynález patentovo chránený. V súčasnosti sa predaj realizuje len vo vybraných krajinách Európskej únie. Ekonomické výsledky, ktoré spoločnosť dosiahla za predchádzajúcich päť rokov, sú takéto (v €):

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby spoločnosti celkom	10 900 000,-	11 850 000,-	8 500 000,-	9 200 000,-	10 800 000,-
Tržby za produkt chránený patentom	7 300 000,-	9 200 000,-	7 800 000,-	8 200 000,-	9 000 000,-

Zadávatel' znaleckého posudku zároveň dodal finančný zámer spoločnosti na nasledujúce tri roky, v členení na celkové tržby a tržby za produkt chránený patentom (v €).

Rok	2014	2015	2016
Tržby spoločnosti celkom	11 500 000,-	11 900 000,-	12 500 000,-
Tržby za produkt chránený patentom	9 200 000,-	9 400 000,-	9 600 000,-

Úloha:

Stanovte hodnotu patentu k 31. decembru 2013, ak patent získal právo priority 2. januára 2001.

Riešenie:

V tomto prípade treba postupovať v zmysle konca užitočnej životnosti nehmotného majetku, keďže patent na konci roka 2020 (presnejšie 2. januára 2021) stratí svoje 20-ročné právo ochrany od dátumu priznania priority. Od tohto momentu môže patent v zmysle zverejnených patentových nárokov používať ktokoľvek, teda za príslušný vynález chránený patentom už nemožno požadovať primeranú odplatu vo forme licenčných poplatkov.

Využitá je metóda licenčnej analógie s obmedzenou dobou životnosti sedem rokov (plné využitie patentu možno ešte očakávať v rokoch 2014 – 2020), pričom jednotlivé premenné sú komentované takto:

- *RV – rozsah výroby* – ako východiskový údaj sú použité tržby z produktu chráneného patentom, plánované v rokoch 2014 – 2016. Priemerný rast tržieb v tomto období sa blíži k 2 %. S takýmto rastom sa preto uvažuje aj do budúcnosti – do konca roka 2020, keďže ide o odhadovanú dlhodobú infláciu v EÚ stanovenú Európskou centrálnou bankou. Budúce tržby za produkt chránený patentom budú počas celého plánovaného obdobia nasledujúce (v €):

Rok	2014	2015	2016
Tržby za produkt chránený patentom	9 200 000,-	9 400 000,-	9 600 000,-

Rok	2017	2018	2019	2020
Tržby za produkt chránený patentom	9 792 000,-	9 987 840,-	10 187 597,-	10 391 349,-

- *PM – podiel na celkových tržbách* – tento koeficient už bol zobrazený v celkových plánovaných tržbách, pretože pri výpočte vychádza len z tržieb za produkt chránený patentom a nie z celkových tržieb vykázaných spoločnosťou aj za predaj produktov, ktoré nie sú patentovo chránené. Pretože tento postup už zohľadňuje podiel predaja výrobku, ktorého technologický postup je chránený patentom, pri výpočte sa vychádza priamo z tržieb za takýto výrobok, teda koeficient je využitý na úrovni 100 %.
- *KZ – koeficient zastarania* – technické riešenia majú vždy časovo ohraničený dosah, pretože v budúcnosti budú prekonané inými riešeniami. Ide o základný princíp patentu, keď aj historicky daných 20 rokov životnosti patentu vychádza z axiómy, aby nebol obmedzovaný vedecko-technický pokrok. To znamená, aby na jednej strane boli k dispozícii nové technické informácie a poznatky a na druhej strane, aby sa majiteľovi registrovaného patentu vo všeobecnosti vrátili náklady na vývoj vynálezu. Časovo ohraničený dosah patentu je vyjadrený koeficientom zastarania. Jeho výška vyjadruje predpoklad znižovania ekonomického významu s ohľadom na čas a vo vzťahu ku konkrétnemu typu riešenia, k inovačnému cyklu v danej oblasti a pod. Inovačný cyklus danej oblasti, resp. daného odvetvia je založený na predpoklade, že v každej oblasti vedecko-technického pokroku sa ubera vývoj iným smerom a napreduje iným

8.4 Stanovenie všeobecnej hodnoty podniku pre potreby povinnej ponuky na prevzatie alebo squeeze out

Možnosť zrušiť akciovú spoločnosť prevodom základného imania na hlavného akcionára, inými slovami vyvlastnenie minoritných akcionárov v prospech majoritného akcionára, bola v právnom systéme SR zavedená schválením zákona č. 644/2006 Z. z., ktorým sa mení a dopĺňa zákon o bankách a niektoré ďalšie zákony (okrem iného aj zákon o cenných papieroch). Touto novelou Slovenská republika transponovala do svojho vnútroštátneho právneho poriadku smernicu Európskeho parlamentu a Rady Európskej únie č. 2004/25/ES z 21. apríla 2004 o ponukách na prevzatie. Spomenutým zákonom bol s účinnosťou od 1. januára 2007 po dlhých očakávaniach, ale aj diskusiách, do právneho prostredia SR implementovaný okrem iných aj inštitút „squeeze-out“, ktorý sa často označuje aj ako „právo výkupu“, „vytesnenie menšinových akcionárov“ a pod.

Nová právna úprava na základe § 118i (Právo výkupu) zákona o cenných papieroch umožňuje väčšinovému akcionárovi vlastniacemu akcie, ktorých úhrnná menovitá hodnota predstavuje aspoň 95 % základného imania cieľovej akciovej spoločnosti a s ktorými je spojených aspoň 95 % podiel na hlasovacích právach všetkých akcionárov cieľovej spoločnosti, požadovať od všetkých zostávajúcich akcionárov, aby na neho previedli svoje akcie cieľovej spoločnosti prijaté na obchodovanie na regulovanom trhu za primerané protiplnenie.

Uplatnenie tohto práva je spojené so splnením nasledujúci podmienok:

1. Väčšinový akcionár (navrhovateľ) uskutočnil povinnú alebo dobrovoľnú ponuku na prevzatie, ktorá nebola ani čiastočná (netýkala sa iba časti zostávajúcich akcií cieľovej spoločnosti vlastnených menšinovými akcionármi), ani podmienená (teda ak sa navrhovateľ v rámci tejto ponuky nezaviazal nadobudnúť akcie iba v prípade, ak bude dosiahnutý istý minimálny počet týchto akcií). Uvedená ponuka musí byť pritom vyhlásená po 1. januári 2007.
2. Navrhovateľ je majiteľom akcií, ktorých súhrnná menovitá hodnota predstavuje najmenej 95 % základného imania cieľovej spoločnosti a s ktorými je spojený najmenej 95 % podiel na hlasovacích právach v cieľovej spoločnosti.

Do podielu navrhovateľa na hlasovacích právach v cieľovej spoločnosti sa zarátavajú napr. aj hlasovacie práva spojené s akciami držanými tretou osobou, ak medzi navrhovateľom a touto tretou osobou existuje písomná zmluva týkajúca sa trvalého spoločného postupu riadenia cieľovej spoločnosti prostredníctvom spoločného výkonu hlasovacích práv, alebo ak tretia osoba vykonáva hlasovacie práva na pokyn a v prospech navrhovateľa podľa zmluvy o výkone hlasovacích práv.