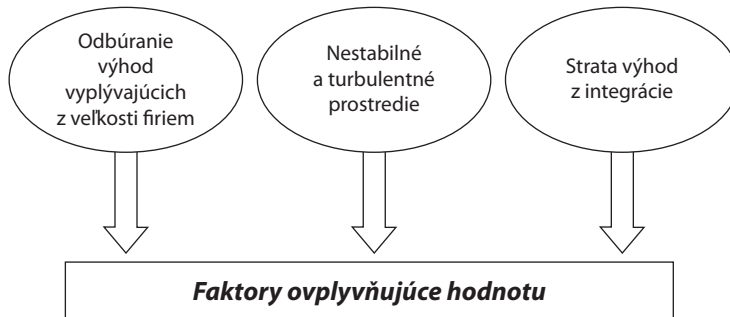


Predpokladom bolo, že na účinnú konkurenciu bola potrebná účasť vo väčšine, ak nie v celom systéme odvetvia, a tá poskytovala najväčšie výnosy. V posledných 10 rokoch sa však stalo, že rozdelení, dezintegrovaní konkurenti si môžu konať práve tak dobre a často aj lepšie, ako ich integrovaní súper. Ide vlastne o vystihnutie štádia, resp. fázy, keď môže spoločnosť vyvinúť konkurenčnú výhodu a výnosy budú najvyššie. Opakom toho je vyhybanie sa fázam, kde je konkurencia príliš silná alebo kde sú výnosy nižšie ako kapitálové náklady.

So zrútením *vertikálnej integrácie* je úzko spojená skutočnosť, že vlastníctvo a kontrola už nemusia byť jedno a to isté. Spoločnosti, ktoré historicky investovali svoj kapitál do mnohých fáz odvetvového systému zisťujú, že si môžu udržať kontrolu nad aktivitami a činnosťami vo vybraných fázach a vyhnúť sa nutnosti do nich investovať. Vyplýva z toho skutočnosť, že podnik nemusí vlastniť každú fázu odvetvového reťazca, aby ju výhodne kontroloval.

Horizontálna integrácia, niekedy tiež nazývaná krížový predaj, môže fungovať ako stratégia. Je však náročné uspieť a častejšie sa to nepodarí. Kedy funguje? Vtedy, keď vo výrobe, v predaji alebo distribúcii skupiny výrobkov existuje skutočná úspora z veľkosti, keď náklady na koordináciu dodávok rôznorodých výrobkov neprevažujú nad úsporami z veľkovýroby, keď je pre kupujúcich relatívne drahé hľadať alternatívne zdroje dodávok, alebo keď spoločná obchodná značka môže priniesť hmotnú prevahu vo forme vzťahu zákazník – predávajúci. Žiaľ, tieto podmienky už tak často neplatia.

Spoločnosti s viacerými predmetmi činnosti zanikajú. Dezintegrácia v tomto prípade prebieha zreteľnejšie. Uskutočňujú sa špekulačné odkúpenia, na ktorých podniky zarobili veľké sumy jednoducho tým, že niektoré z nich rozdelili na časti a tie samostatne predali.

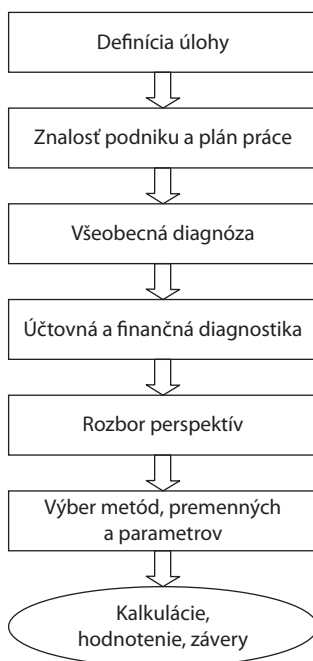


Obr. 1.1 Faktory ovplyvňujúce hodnotu

Zdroj: JAKUBEC, M. – KARDOŠ, P. – KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*.

Bratislava : Kartprint, 2005, s. 12.

Manažéri prevádzkových jednotiek by mali byť úspešní v riešení najdôležitejšej úlohy, ktorú možno zhrnúť do dvoch slov: **riadenie hodnoty**. Na to, aby sa manažéri zamerali na hlavnú úlohu, ktorou je riadenie a zvyšovanie hodnoty spoločnosti (podľa väčšiny autorov je v súčasnosti uvádzaný tento cieľ na prvom mieste pri stanovení dlhodobých cieľov spoločnosti), treba zodpovedať niekoľko kľúčových otázok (obr. 1.2).



Obr. 1.6 **Proces (fázy) ohodnotenia**

Zdroj: JAKUBEC, M. – Kardoš, P. – KUBICA, M. 2005. *Riadenie hodnoty podniku*. Bratislava : Kartprint, 2005, s. 25.

1.5.1 Subjektívny prístup

Na subjektívnom prístupe k ohodnocovaniu je založená tzv. kolínska škola, ktorá zastáva názor, že ohodnocovanie má zmysel modifikovať v závislosti od funkcie, ktorú poskytuje užívateľovi výsledkov. Z tohto pohľadu rozoznáva kolínska škola niekoľko základných funkcií¹⁸ ohodnocovania:

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

Poradenská funkcia sa považuje za najvýznamnejšiu funkciu. Jej zmyslom a cieľom je poskytnúť kupujúcemu pri kúpe podniku smerodajné podklady a informácie o tzv.

¹⁸ MAŘÍK, M. 1998. *Určování hodnoty firem*. Havlíčkov Brod : EKOPRESS, 1998.

2.7 Nové kritériá hodnotenia výkonnosti podniku

V poslednej dekáde uplynulého 20. storočia sa veľmi intenzívne prezentujú výhrady voči klasickým ukazovateľom rentability ako syntetickým meradlám výkonnosti podnikov. K najčastejším výhradám patria necitlivosť týchto ukazovateľov voči riziku, ktoré podstupujú vlastníci a investori, nezohľadňovanie časovej hodnoty peňazí, skutočnosť, že účtovný zisk zohľadňuje len cenu cudzích zdrojov, i fakt, že výšku vykazovaného zisku možno ovplyvniť pomocou účtovných operácií, ktoré sú v súlade so zákonom o účtovníctve.

Môžeme však konštatovať, že v súčasnosti vplyvom zmien ekonomického prostredia (liberalizácie, globalizácie, akcelerácie vedecko-technických poznatkov, hyperkonkurenencie...) rastie trend pochádzajúci z teritórií s najvyspelejším kapitálovým trhom, v posune vrcholového ukazovateľa na meranie výkonnosti v smere maximalizácie hodnoty pre akcionárov. Tento trend znamená využívanie tzv. hodnotových kritérií na meranie výkonnosti podniku.

Zásadná odlišnosť oproti tradičným ukazovateľom, opierajúcich sa predovšetkým o informácie účtovných záznamov, spočíva v dvoch základných momentoch:

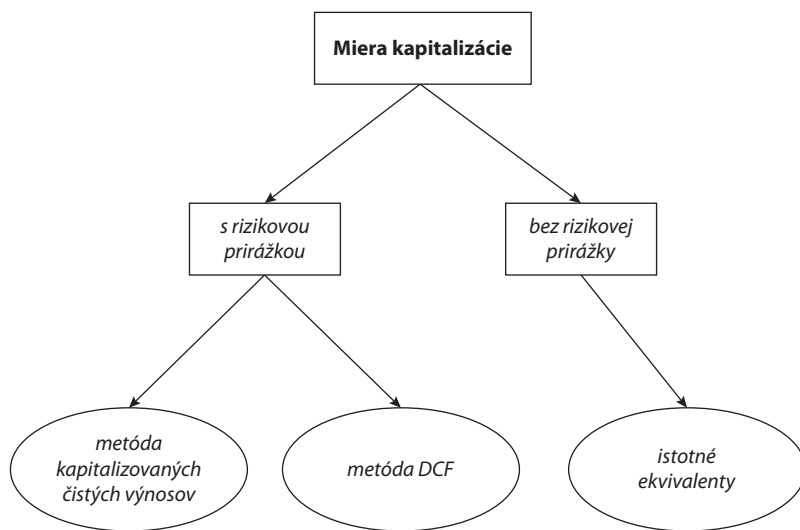
- zavádza myšlienku tzv. oportunitných nákladov, t. j. nákladov ušlých príležitostí do merania výkonnosti, ktoré vystupujú v podobe ceny, resp. nákladov kapitálu (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*),
- pracuje s výsledkom hospodárenia z hospodárskej činnosti (NOPAT – *Net Operating Profit After Tax*).

Tieto dva základné znaky možno skúmať pri všetkých hodnotových kritériách. Podstata je zhodná, aj keď označenia pre jednotlivé ukazovatele sa líšia podľa toho, z ktorej autorskej dielne pochádzajú. Najväčšiemu rozšíreniu došlo pri ukazovateli EVA (*Economic Value Added*). Tento ukazovateľ je dielom firmy Stern Stewart, ktorá v roku 1990 prišla nielen s ekonomickou pridanou hodnotou, ale objasnila a rozpracovala aj väzbu na hodnotu pridanú trhom (*Market Value Added* – MVA). K ďalším hodnotovým kritériám patria ukazovatele CFROI (*Cash Flow Return on Investment Capital*), RONA (*Return on Net Assets*), CROGA (*Cash Return on Gross Assets*).

2.7.1 EVA – ekonomická pridaná hodnota

Základnou požiadavkou investora je zarobiť viac, ako do podnikania vložil. Na túto prácu si zvykne najat manažéra. To, či spoločnosť zarába len na prežite alebo svoju hodnotu aj zvyšuje, pomáha zistiť metóda finančnej analýzy nazývaná *Economic Value Added* – EVA.

Užitočná je najmä pre vlastníka, či už finančného alebo strategického investora. Odpoveď na otázku, či firma tvorí novú hodnotu, však môže s pomocou EVA nájsť aj jej veriteľ alebo obchodný partner.



Obr. 4.1 Členenie metód na určovanie miery kapitalizácie

Zdroj: DAMODARAN, A. 1994. *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York, USA : John Wiley & Sons, 1994.

ktorý by svojim investorom prinášal rovnaké výnosy s rovnakým rizikom ako ohodnocovaný podnik a jeho hodnota by bola známa, pretože bol napr. predmetom transakcie. Takéto rovnaké podniky bohužiaľ neexistujú, a preto sa pri výnosovom ohodnotení porovnanie do celého procesu premieta práve prostredníctvom miery kapitalizácie. Miera kapitalizácie použitá pri ohodnotení by preto mala odpovedať výnosnosti alternatívnej investície, ktorá by svojimi základnými parametrami bola ekvivalentnou investíciou do ohodnocovaného podniku.

Očakávaná výnosnosť investora z opačného pohľadu, teda z pohľadu ohodnocovaného podniku, predstavuje náklady kapitálu. Preto pri výnosovom ohodnotení z princípu hovoríme o tom, že miera kapitalizácie je stanovená na úrovni nákladov kapitálu. Podľa toho, z pohľadu ktorých investorov a ktorého kapitálu výnosnosť momentálne posudzujeme, sa stretávame v zásade s tromi základnými možnosťami:

- náklady požičaného kapitálu,
- náklady vlastného kapitálu,
- priemerné vážené náklady kapitálu.

Výnosové metódy ohodnotenia, ktoré sú v súčasnosti v praxi najčastejšie používané, pracujú s priemernými váženými nákladmi kapitálu.

Metóda diskontovaných peňažných tokov je typická americká metóda ohodnocovania, ktorá odráža špecifické podmienky v USA a ktorá je najčastejšie využívaná pri ohodnocovaní podnikov. Táto skutočnosť sa zohľadňuje aj v metódach, ako stanoviť dis-

Vzorec na výpočet hodnoty vlastného kapitálu je:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF\ equity_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF\ equity_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF\ equity_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot i_k}$$

kde: H_n je hodnota podniku netto (hodnota vlastného kapitálu),

$FCF\ equity$ – voľné cash flow,

i_k – kalkulovaná úroková miera,

$T1$ – počet rokov rýchleho rastu,

$T2$ – súčet rokov rýchleho rastu a spomaľujúceho sa rastu.

Metóda DCF equity je typická metóda ohodnotenia, ktorá je využívaná pri ohodnotení bánk alebo finančných inštitúcií. V prípade týchto spoločností má cudzí kapitál inú funkciu ako v klasických obchodných spoločnostiach.

4.4.3 DCF APV

Metóda DCF APV vykazuje niektoré podobnosti s metódou DCF entity. Ide o metódu, ktorá nie je v praxi často využívaná. Predpokladom metódy DCF APV je výhradné financovanie vlastným kapitálom. Znamená to, že:

- sa použije peňažný tok rovnaký ako pri metóde DCF entity,
- pre diskont sa nepoužijú priemerné vážené náklady kapitálu, ale náklady vlastného kapitálu za predpokladu, že nie je použitý žiaden cudzí kapitál. Na základe teórie Modiglianiho a Millera potom pre náklad vlastného kapitálu pri použití zadlženia $n_{VK(Z)}$ platí vzťah⁷⁰:

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

kde: $n_{VK(Z)}$ sú náklady vlastného kapitálu pri použití cudzieho kapitálu,

n_{VK} – náklady vlastného kapitálu pri výhradnom financovaní vlastným kapitálom,

n_{CK} – náklady cudzieho kapitálu,

d – daňová sadzba,

CK – cudzí kapitál,

VK – vlastný kapitál.

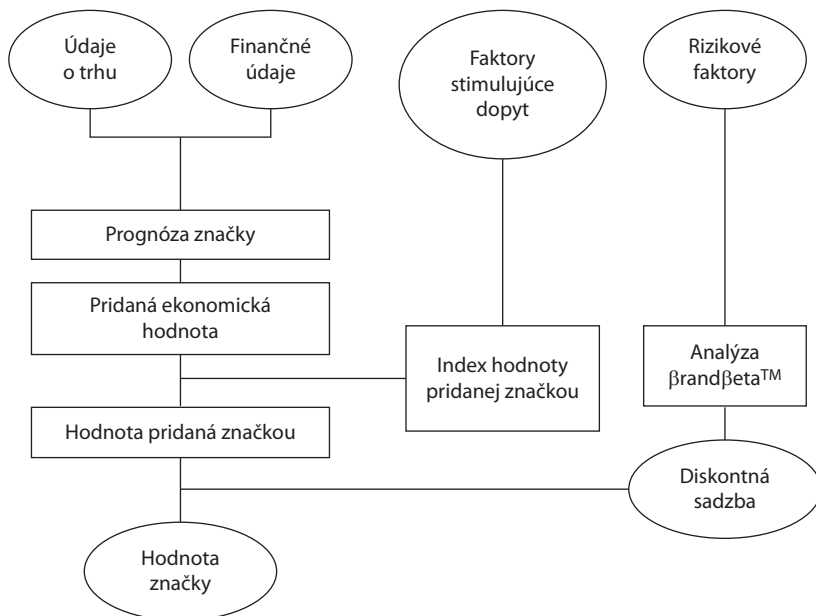
Použitie cudzieho kapitálu je zdrojom prírastku hodnoty podniku. Výrazom tejto skutočnosti je daňový štít, ktorý vzniká v dôsledku krátenia daňového základu, ak sa vypláť časť voľných peňažných tokov vo forme úrokov. Pri stabilnej úrovni úročeného cudzieho kapitálu vo výške CK je súčasná hodnota daňového štítu (DS) pri nákladoch na cudzí kapitál (n_{CK}) nasledovná:

$$\text{Súčasná hodnota } DS = \frac{n_{CK} \cdot CK \cdot d}{n_{CK}} = CK \cdot d$$

⁷⁰ DRUKARCZYK, J. 1996. *Theorie und Politik der Finanzierung*. 2. Auflage. München : Verlag Vahlen, 1996.

Ohodnocovanie značky v sebe väčšinou zahŕňa tieto oblasti:

- analýza trhu – na porozumenie podmienok trhu a konkurencie,
- finančná analýza značky – na zistenie výnosov z obchodu so značkovým tovarom,
- analýza faktorov stimulujúcich dopyt – s cieľom stanovenia časti výnosu z podnikania, ktorú možno prisúdiť značke – pridaná hodnota značkou (BVATM),
- analýza rizika značky – s cieľom stanovenia bezpečnosti licenčnej dohody o značke, a to tak so zákazníkmi, ako aj s konečným spotrebiteľom – analýza β brand β etaTM.



Obr. 5.7 **Proces ohodnocovania značky**

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa HAIG, D. 2002. *Oceňování značky a jeho význam*. Praha : Management press, 2002, s. 40.

5.6 Ohodnocovanie know-how

Pojmom know-how zo všeobecného hľadiska rozumieme výrobné technické poznatky, ktoré môžu predstavovať výsledky vedeckej a tvorivej činnosti, ale najmä dlhodobé skúsenosti s optimálnym priebehom určitého procesu, technológie, receptúry. Vymedzenie pojmu know-how nie je v jednotlivých krajinách ani v teórii jednotné. Niekedy sú pod pojem „know-how“ zahrňované aj nechránené vynálezy, výsledky výskumu a vývoja a ďalšie výsledky tvorivej činnosti, ktoré spĺňajú podmienku utajenia.

6 INVESTÍCIE AKO FAKTOR ZVYŠOVANIA HODNOTY PODNIKU

Investície sa považujú za motor fungovania celého podniku, keďže sú akýmsi pohľadom do budúcnosti. S pojmi investície, investovanie, rozhodovanie sa stretáme okrem podnikovej oblasti aj v každodenných oblastiach ľudského života (napr. nákupy), ale aj na makroekonomickej úrovni. Investície a investovanie zásadne ovplyvňujú vývoj hodnoty podniku ako celku, keďže sa orientujú na odloženie súčasnej spotreby a realizujú za účelom zvýšenia benefitov v budúcnosti.

6.1 Základná definícia investícií

Investície sú najdôležitejší faktor hospodárskeho rozvoja. Každý štát a podnik je nútený rozhodovať sa medzi výrobou spotrebných a investičných statkov. Ak ekonomika obetuje časť výroby spotrebných statkov v prospech výroby investičných statkov, môže to urýchliť jej rast. Rozhodovanie o investíciách patrí k najdôležitejším a najnáročnejším rozhodovaniam podnikového manažmentu, najmä vzhľadom na ich dlhodobý charakter. Na rozdiel od každodenných operatívnych rozhodnutí, ktoré majú krátkodobý charakter a chyby možno odstrániť, sú investičné rozhodnutia súčasťou dlhodobej stratégie podnikateľského subjektu, ktorá má dlhodobé účinky a predstavuje radikálny zásah do vývoja a smerovania podniku.

Investovaním sa rozumie ekonomická činnosť, pri ktorej sa subjekt vzdáva svojej súčasnej spotreby s cieľom zvýšiť produkciu statkov v budúcnosti, prípadne získať iné budúce úžitky a benefity. Proces investovania realizuje okrem podnikateľských subjektov aj prevažná časť občanov. Za investíciu možno považovať napr. kúpu auta, kúpu nehnuteľnosti alebo iných predmetov dlhodobej spotreby. Vzhľadom na skutočnosť, že vysokoškolská učebnica sa zameriava na hodnotu podniku a možnosti jej zvyšovania, v ďalšej časti publikácie sa zaoberáme práve investíciami na podnikovej úrovni.

6.2 Podnikový pohľad na investície

Investície z mikroekonomického (podnikového) hľadiska môžeme definovať ako odloženú spotrebu do budúcnosti. Sú to jednorazovo vynaložené peňažné výdavky, ktoré budú prinášať peňažné príjmy v budúcom období. Takéto výdavky sa označujú ako kapitálové výdavky, pričom od bežných prevádzkových výdavkov ich odlišuje obdobie, po-

6.6.3 Metódy viackriteriálneho hodnotenia variantov

Výsledkom procesu hodnotenia variantov vzhľadom na zvolený súbor kritérií je stanovenie preferenčného usporiadania variantov, t. j. poradie ich celkovej výhodnosti, keď na prvom mieste tohto poradia je celkovo najvýhodnejší, t. j. optimálny variant.

Väčšina metód viackriteriálneho hodnotenia variantov vyžaduje najprv stanoviť váhy jednotlivých kritérií hodnotenia, ktoré vyjadrujú číselne význam týchto kritérií. Na dosiahnutie porovnateľnosti sa tieto váhy zvyčajne normujú tak, aby ich súčet bol rovný jednej.

Metódy stanovenia váh kritérií:

- **bodová stupnica** – priradí každému kritériu určitý počet bodov zo zvolenej stupnice,
- **alokácia 100 bodov** – rozdelí 100 bodov medzi jednotlivé kritériá v súlade s ich významnosťou,
- **metóda párového porovnania** – pre každé kritérium sa zisťuje počet jeho preferencií vzhľadom na všetky ostatné kritériá súboru,
- **saatyho metóda**.

Metódy viackriteriálneho hodnotenia variantov:

- **metóda váženého poradia** – čiastkové ohodnotenie variantov sa určuje podľa poradia variantov vzhľadom na jednotlivé kritériá,
- **metódy založené na priamom (expertnom) stanovení čiastkových ohodnotení**,
- **metóda lineárnych čiastkových funkcií utility** – čiastkové ohodnotenie variantov sa stanovuje vzhľadom na jednotlivé kritériá odlišne, a to v závislosti od povahy týchto kritérií,
- **metóda bázičného variantu** – stanovenie čiastkových ohodnotení variantov sa stanovuje vzhľadom na jednotlivé kritériá pomocou porovnania hodnôt variantov s hodnotami tzv. bázičného variantu,
- **metóda PATTERN** – podoba metódy bázičného variantu.

6.7 Investície a ich vplyv na majetkovú a kapitálovú štruktúru podniku

Popri modeloch využívaných na hodnotenie investičného projektu treba klásť dôraz aj na vplyv investičnej činnosti na majetkovú a kapitálovú štruktúru podniku. Ako bolo uvedené v úvode, štruktúra, výška a časové zoradenie investícií závisí od charakteru činnosti konkrétneho podnikateľského subjektu a investičného správania podniku. Vplyv investícií na majetkovú a kapitálovú štruktúru v podniku je však v princípe ten istý.

Moment investovania

Pri samotnej investícii dochádza postupne k rastu dlhodobého majetku vo forme obstarávaných investícií (účet 042 – *Obstaranie dlhodobého hmotného majetku*, resp.

rú finančnú situáciu. V roku 2014 došlo k miernemu zlepšeniu ukazovateľa Altmanovho Z-skóre z dôvodu rastu všetkých čiastkových ukazovateľov okrem ukazovateľa x_2 , pri ktorom došlo k poklesu z dôvodu rozdelenia nerozdeleného zisku akcionárom (vyplatenie dividend). Hlavným dôvodom rastu týchto čiastkových ukazovateľov bol rast tržieb, zisku a pokles krátkodobých záväzkov. Oproti roku 2013 vzrástol zisk z úrovne 124 000 € na úroveň 867 000 €. Hlavným dôvodom rastu zisku bol rast tržieb o cca 1,4 mil. €, pokles mzdových nákladov a zníženie straty z finančnej činnosti. Keďže tento index je využívaný najmä v nemecky hovoriacich krajinách, využívame aj index bonity využívaný v širšom európskom priestore.

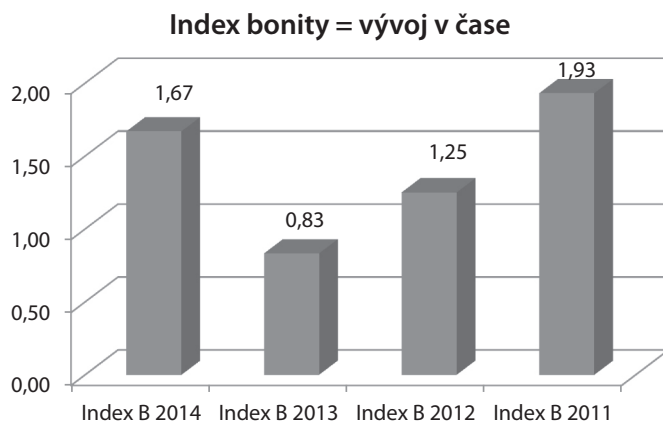
Index bonity

Pre metodiku platí nasledujúca diskriminačná funkcia

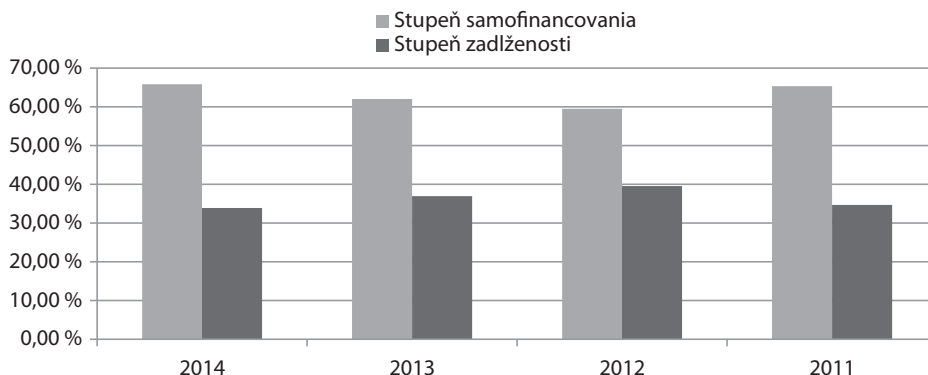
$$B = 1,5x_1 + 0,08x_2 + 10x_3 + 5x_4 + 0,3x_5 + 0,1x_6$$

so stupnicou hodnotenia:

Ukazovateľ	2014	2013	2012	2011
x_1	0,21	0,18	0,19	0,23
x_2	2,95	2,71	2,53	2,88
x_3	0,06	0,01	0,04	0,08
x_4	0,07	0,02	0,05	0,09
x_5	0,24	0,23	0,22	0,21
x_6	0,84	0,73	0,76	0,84
Index bonity	1,67	0,83	1,25	1,93
Finančná situácia	dobrá	ur. problémy	dobrá	dobrá



Ukazovatele zadlženosti



Zadlženosť

V odvetví pôsobenia analyzovanej spoločnosti je úroveň zadlženosti primeraná, priemerné hodnoty stupňa zadlženosti sú za sledované roky v intervale 48 % – 62 %. Z tohto hľadiska vykazuje spoločnosť výrazne lepšie hodnoty, keď sa stupeň zadlženosti pohybuje na úrovniach okolo 33,86 %. Z hľadiska cudzích zdrojov je rozhodujúcim cudzím zdrojom bankový úver od BANKA, a. s. Ide o revolvingový úver vo výške 2,75 mil. € so splatnosťou do 31. 12. 2015 poskytnutý pri úrokovej sadzbe 3,02 %. Finančná páka by v trhovo rozvinutých krajinách nemala presiahnuť hodnotu 3. V tomto prípade je vykazovaná na veľmi dobrých úrovniach, v roku 2014 na úrovni 1,52. Spoločnosti v danom odvetví dosahujú hodnotu finančnej páky na úrovni 1,93. Ukazovateľ platobnej neschopnosti skúma vzťah záväzkov a pohľadávok, pričom záväzky sú vyššie ako pohľadávky. Ide o primárnu platobnú neschopnosť. Súhrnne hodnotíme zadlženosť analyzovanej spoločnosti ako priemernú až nadpriemernú.

Ukazovatele rentability

Ukazovateľ	2014	2013	2012	2011
ROI	5,10 %	1,00 %	4,09 %	6,71 %
ROA	4,62 %	0,62 %	3,62 %	6,08 %
ROE	6,56 %	0,99 %	5,74 %	8,51 %
Rentabilita tržieb	5,45 %	0,85 %	4,86 %	7,33 %

Rentabilita

Rentabilita hodnotenej spoločnosti sa za sledované obdobie pohybuje na vysokých úrovniach okrem roku 2013, keď došlo k prepadu zisku na úroveň 124 000 €. Dôvody poklesu tržieb a zisku sú bližšie opísané v časti odvetvová analýza. V roku 2014 došlo k poklesu hodnoty celkového kapitálu a rastu zisku spoločnosti, čo sa pozitívne prejavilo