



ANALÝZA METÓD STANOVENIA HODNOTY PODNIKU PLATNÝCH V PODMIENKACH SLOVENSKEJ REPUBLIKY

Jana Kurotová*

Abstract: Determining the value of a company can be done by different, determined methods. The aim of the paper is to inform the reader about methods of determining the value of a company in the conditions of the Slovak Republic. The main objective is analysis the methods of determining the value of a company. To achieve the goal, secondary research was needed in which we analysed the methods and their advantages and disadvantages. We analysed the methods that are used for determining the value and are valid under the conditions of the Slovak legislation.

Keywords: Determination of enterprise value, Value of the company, Value methods

Úvod

Proces stanovenia hodnoty podniku sa vyznačuje svojou náročnosťou z pohľadu času a práce. K danému procesu dochádza z rôznych dôvodov napr. z dôvodu predaja podniku, z dôvodu kúpy podniku, z dôvodu fúzie podniku, z dôvodu zmeny právnej formy alebo zánik podniku. V dnešnej dobe si viacero podnikov stanovuje za svoj cieľ v maximálnej miere zvyšovať svoju hodnotu, ako aj dosahovať čo najvyššie zisky. Pre podnik je totiž dôležité, aby na trhu vystupoval ako silná konkurencia s vybudovaným dobrým menom a dostatočne vysokou hodnotou.

1. Teoretické východiská riešenej problematiky

„Hodnota podniku vyjadruje maximálne zhodnotenie (zhodnotenie) vkladov vlastníkov v peňažnom vyjadrení k určitému dátumu. Podnik vytvára hodnotu vtedy, keď dokáže priniesť vlastníkom vkladov (akcionárom) vyššiu návratnosť, ako sú náklady kapitálu, ktorý bolo potrebné do podniku investovať“ uvádza Harumová vo svojej knihe Stanovenie hodnoty majetku (2008). [1]

Jakubec a Kardoš vo svojej knihe Riadenie hodnoty podniku (2016) definujú, že hodnota podniku „je daná očakávanými budúcimi príjmami (bud' na úrovni vlastníkov, alebo na úrovni všetkých investorov do podniku) prevedenými (diskontovanými) na ich súčasnú hodnotu.“ [2]

Vo všeobecnosti môžeme konštatovať, že proces riadenia hodnoty pozostáva z uskutočnenia troch krokov. Prvým krokom je posúdenie hodnoty akcií pri tvorbe hodnoty podniku a určenie reštrukturalizačných príležitostí. Druhý krok predstavuje konanie podľa

* Ing. Jana Kurotová, Žilinská univerzita v Žiline – F PEDAS, Univerzitná 1, 010 26 Žilina
tel.: +421 41 513 31 44, e-mail: jana.kurotova@fpedas.uniza.sk

týchto príležitosti, čo obvykle zahŕňa rozsiahle transakcie (vzdanie sa, prevzatie, reorganizácia podniku a pod.). Posledný krok sa venuje vstupu filozofie tvorby hodnoty do prístupov riadenia podniku. [2]

Stanovenie hodnoty podniku je označovaný za náročný proces z niekoľkých dôvodov:

- každý podnik je jedinečný a preto je veľmi ťažké ho porovnávať s inými podnikmi pôsobiacimi v rovnakom prostredí alebo odvetví,
- celková hodnota podniku je vždy vyššia ako súčet jednotlivých častí majetku daného podniku.
- pri výpočte hodnoty podniku znalec nepracuje len so súčasnými hodnotami ale využíva aj hodnoty dosiahnuté v minulosti a zohľadňuje aj výnosový potenciál podniku,
- celkovú hodnotu podniku môže ovplyvniť aj znalec. [3]

Medzi účely stanovenia hodnoty podniku môžeme zaradiť **interné potreby**, ktoré vznikajú v súvislosti s kúpou a predajom podniku alebo jeho častí ako fúzia, konkurz, nový spoločník a pod.) a **externé potreby**, ktoré vznikajú pri žiadosti o úver, poistení podniku a majetku, súdnych sporoch, daňových účeloch a pod. [4]

Stanovenie hodnoty podniku a jeho majetku vykonávajú v súčasnej dobe:

- **fyzickí znalci** jednotlivých znaleckých odborov, pri ohodnocovaní jednotlivých zložiek majetku,
- **znalecké ústavy a organizácie (právnické osoby)** v znaleckom odbore „Podnikové hospodárstvo“ – činnosť v tomto odbore vykonávajú znalecké ústavy, organizácie a oceňovacie pracoviská, ktoré splnili podmienky odbornej spôsobilosti, získali oprávnenie pre ohodnocovanie majetku podnikov a boli zapísané do príslušného zoznamu MS SR. [4]

Podľa zákona č. 382/2004 Z. z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch sa za znalca považuje osoba, ktorá sa zaoberá posudzovaním rozličných skutočností, ktorá má osobitné odborné znalosti alebo skúsenosti. Podáva odborný nález, znalecký posudok na požiadanie súdu alebo iných orgánov a pre súkromnú sféru. Znalec je v Slovenskej republike zapísaný v zozname znalcov, ktorý vedie Ministerstvo spravodlivosti SR. [5]

V súčasnej dobe majú znalci ale aj znalecké organizácie k dispozícii veľké množstvo metód, ktoré môžu využiť na stanovenie hodnoty podniku. Tieto metódy môžeme rozdeliť do troch väčších skupín a to na:

- **základné metódy stanovenia hodnoty podniku,**
- **výnosové metódy stanovenia hodnoty podniku,**
- **ostatné metódy stanovenia hodnoty podniku.**

V nasledujúcej tabuľke číslo 1 sme uviedli metódy, ktoré sa využívajú pri stanovení hodnoty podniku a následne aj krajinu v ktorej sa najviac využívajú.

Tabuľka 1. Analýza metód stanovenia hodnoty podniku

Základné metódy stanovenia hodnoty podniku	
Typ metódy	Krajina
<i>Majetková</i>	Slovenská republika Česká republika
<i>Podnikateľská</i>	Slovenská republika
<i>Likvidačná</i>	Slovenská republika
<i>Kombinovaná</i>	Slovenská republika

Tabuľka 2. Analýza metód stanovenia hodnoty podniku – pokračovanie Tabuľky 1.

<i>Porovnávacía</i>	Slovenská republika Česká republika
<i>Squeeze out</i>	Slovenská republika Česká republika Veľká Británia Francúzsko Nemecko
Výnosové metódy stanovenia hodnoty podniku	
Typ metódy	Krajina
<i>Diskont cash flow</i>	Česká republika USA
<i>Diskont FCFF</i>	Česká republika USA
<i>Diskont FCFE</i>	Česká republika USA
<i>Ocenenie celého podniku ako opcie</i>	Česká republika USA
Ostatné metódy stanovenia hodnoty podniku	
Typ metódy	Krajina
<i>Kapitalizácia zisku</i>	Nemecko
<i>EVA</i>	Veľká Británia USA Česká republika
<i>Cash flow – Return of Investment</i>	USA Veľká Británia
<i>Analýza trhu</i>	USA Nový Zéland Austrália Veľká Británia

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa [2].

2. Ciele a metodika

Cieľom príspevku je analýza metód platných na území Slovenskej republiky, ktoré sa využívajú na stanovenie hodnoty podniku. Pred samotnou analýzou bolo potrebné teoreticky vymedziť skúmanú problematiku, ktorá sa zaoberá hodnotou podniku a stanovením hodnoty podniku. Po oboznámení sa s teóriou sme vykonali sekundárny výskum, kde sme analyzovali metódy platné na území Slovenskej republiky. Okrem analýzy jednotlivých metód sme sa zamerali na výhody a nevýhody skúmaných metód. Hlavným zdrojom z ktorého sme čerpali informácie do sekundárneho výskumu bola vyhláška číslo 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov. Metódy, ktoré sme využili v príspevku sú sekundárny výskum, analýza a porovnanie.

3. Výsledky

Na území Slovenskej republiky upravuje stanovenie všeobecnej hodnoty podniku vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky číslo 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov.

Všeobecnú hodnotu majetku podniku a časti podniku stanoví znalec z odboru podnikové hospodárstvo formou znaleckého posudku podľa jeho účelu:

- a) *majetkovou metódou,*
- b) *podnikateľskou metódou,*
- c) *likvidačnou metódou,*
- d) *kombinovanou metódou,*
- e) *porovnávacou metódou.*

3.1 Majetková metóda

Znalec využitím majetkovej metódy dokáže vyčíslit' všeobecnú hodnotu podniku a zároveň aj jeho častí. Výsledok dosiahne súčtom všeobecných hodnôt jednotlivých zložiek majetku podniku, ktoré sú znížené o všeobecnú hodnotu cudzích zdrojov ku dňu ohodnotenia. [6]

Majetková metóda je charakteristická tým, že je veľmi náročná a to z hľadiska času, ale aj koordinácie. Pri využití majetkovej metódy je potrebná spolupráca znalcov, ktorí pôsobia v jednotlivých znaleckých odboroch a znaleckých organizáciách. Pri stanovení hodnoty podniku znalec vychádza v plnom rozsahu zo súvahy daného podniku. [4]

Vzorec majetkovej metódy

$$V\check{S}H_M = \sum_{i=1}^n V\check{S}H_{ZMi} - V\check{S}H_{CZ} \quad [€]$$

kde:

- $V\check{S}H_M$ – všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená majetkovou metódou [€],
- $\sum_{i=1}^n V\check{S}H_{ZMi}$ – súčet všeobecných hodnôt všetkých zložiek majetku, ktoré sú predmetom ohodnotenia [€],
- $V\check{S}H_{CZ}$ – všeobecná hodnota cudzích zdrojov [€]. [6]

Tabuľka 3. Výhody a nevýhody majetkovej metódy

Výhody majetkovej metódy	Nevýhody majetkovej metódy
- nutnosť vykonávať inventarizáciu majetku	- príliš statická metóda, neberie do úvahy budúcnosť
- podrobná analýza jednotlivých položiek majetku	- vysoká prácnosť, finančne veľmi náročná metóda
	- berie do úvahy aj majetok, ktorý sa v podniku nevyužíva
	- neberie do úvahy výnosový potenciál podniku

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa [7].

3.2 Podnikateľská metóda

Podnikateľskou metódou stanoví znalecká organizácia všeobecnú hodnotu podniku alebo jeho častí kapitalizáciou odčerpateľných zdrojov za hodnotené časové obdobie podnikania. [1]

Pri podnikateľskej metóde znalecká organizácia vychádza z finančného plánu podniku (ideálne na najbližších 5 rokov), ktorý jej predloží zadávateľ. Kvalitu a spoľahlivosť vstupných údajov organizácia overí najčastejšie pomocou finančnej a ekonomickej analýzy. Z finančného plánu získa údaje o tzv. odčerpateľných zdrojoch (obyčajne ide o čisté príjmy podniku), následne určí percento, ktorým sa budú čisté príjmy získané v budúcnosti prepočítavať na súčasnú hodnotu, a tieto údaje dosadí do vzorcov spadajúcich do oblasti finančnej matematiky. Takto vyčíslí celkovú hodnotu podniku. [7]

Podstatou podnikateľskej metódy je odčerpateľný zdroj (úžitok), ktorý je podnik schopný vytvárať počas sledovaného, hodnoteného obdobia. Výška tohto úžitku musí byť chápaná v širšom kontexte a je závislá od väzby medzi minulosťou, súčasným stavom a predpokladanou budúcnosťou. Minulý vývoj je potrebné analyzovať s naviazaním na podnikateľský zámer, ktorého reálnosť musí byť preskúmateľná. [4]

Vzorec podnikateľskej metódy

$$V\check{S}H_p = H_{OZ} + H_p \quad [€]$$

kde:

- $V\check{S}H_p$ - všeobecná hodnota podniku stanovená podnikateľskou metódou [€],
- H_{OZ} - všeobecná hodnota odčerpateľných zdrojov počas hodnoteného obdobia [€],
- H_p - hodnota pokračujúca [€]. [6]

Tabuľka 3. Výhody a nevýhody podnikateľskej metódy

Výhody podnikateľskej metódy	Nevýhody podnikateľskej metódy
- zohľadňuje výnosový potenciál podniku	- informácie o hodnote podniku ako celku
- menej práca	- neznáma hodnota jednotlivých zložiek majetku

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa [7].

3.3 Likvidačná metóda

Všeobecná hodnota podniku a časti podniku stanovená pri skončení podnikateľskej činnosti likvidáciou predstavuje hodnotu majetku podniku a časti podniku stanovenú likvidačnou metódou k určitému dátumu, ktorá ostáva vlastníkovi po predaji majetku, po splatení všetkých cudzích zdrojov vrátane odmeny likvidátora a všetkých nákladov na likvidáciu. [8]

Používa sa pri zrušení právnickej osoby, ktoré je spojené s likvidáciou (o likvidácii sa píše napr. v tomto článku). V tomto prípade je výpočet veľmi podobný ako pri majetkovej metóde, avšak od hodnoty jednotlivých majetkových zložiek sa okrem záväzkov (cudzích zdrojov) odpočítajú aj náklady na likvidáciu (napr. odmena likvidátora, odmeny za znalecké posudky, likvidácia škôd, vyradovanie dlhodobého majetku, nárok zamestnancov na odstupné a pod.). Metódu je možné použiť aj pri skončení činnosti podnikateľa konkurzom. V tomto prípade sa určí hodnota podniku ako súčet všeobecných hodnôt jednotlivých zložiek majetku podniku prenasobený koeficientom speňažiteľnosti. Táto metóda sa využíva iba vo veľmi špecifických situáciách. [7]

Vzorec likvidačnej metódy

$$V\check{S}H_L = \sum_{i=1}^n V\check{S}H_{ZMi} - V\check{S}H_{CZ} - V\check{S}H_{NL} \quad [€]$$

kde:

- $V\check{S}H_L$ – všeobecná hodnota podniku a častí podniku stanovená likvidačnou metódou [€],
- $\sum_{i=1}^n V\check{S}H_{ZMi}$ - súčet všeobecných hodnôt všetkých zložiek majetku, ktoré sú predmetom ohodnotenia [€],
- $V\check{S}H_{CZ}$ – všeobecná hodnota cudzích zdrojov [€],
- $V\check{S}H_{NL}$ – všeobecná hodnota nákladov súvisiacich s likvidáciou (napr. odmena likvidátora, odmeny za znalecké posudky, likvidácia škôd, vyradovanie investičného majetku, nárok zamestnancov na odstupné a pod.) [€]. [6]

Tabuľka 4. Výhody a nevýhody likvidačnej metódy

Výhody likvidačnej metódy	Nevýhody likvidačnej metódy
- rovnaký princíp výpočtu ako majetková metóda	- náročná na čas a spoluprácu znaleckej organizácie a znalcov jednotlivých znaleckých odborov

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa [7].

3.4 Kombinovaná metóda

Znalec využitím kombinovanej metódy stanoví všeobecnú hodnotu podniku a jeho častí. Táto hodnota sa stanoví ako vážený aritmetický priemer všetkých hodnôt podniku stanovených majetkovou a podnikateľskou metódou. [6]

Podstatou kombinovanej metódy je fakt, že hodnota podniku je tvorená ako jednak vloženým majetkom a výkonomi do podniku, ale aj budúcim výnosom, ktorý tento majetok prinesie. Kombinuje výpočet všeobecnej hodnoty podniku na základe váhy stavových a tokových veličín. V zmysle vyhlášky č. 492/2004 Z. z. sa v znaleckom posudku určia váhy nasledovne: ak je hodnota podniku vyčíslená podnikateľskou metódou približne rovnaká alebo vyššia než hodnota podniku vyčíslená majetkovou metódou, obidvom metódam sa prisúdi rovnaká váha. V ostatných prípadoch sa vyššia váha priradí hodnote vypočítanej majetkovou metódou. Kombinovaná metóda nemá teoretické zdôvodnenie, preto by sa s ňou malo zaobchádzať veľmi opatrne. [4]

Vzorec kombinovanej metódy

$$V\check{S}H_K = \frac{a * V\check{S}H_p + b * V\check{S}H_M}{a + b} \quad [€]$$

kde:

- $V\check{S}H_K$ – všeobecná hodnota podniku a časti podniku vypočítaná kombinovanou metódou [€],
- $V\check{S}H_p$ – všeobecná hodnota podniku a časti podniku stanovená podnikateľskou metódou [€],
- $V\check{S}H_M$ – všeobecná hodnota podniku a časti podniku stanovená majetkovou metódou [€],
- a – váha korigujúca podnikateľskú hodnotu podniku [-],
- b – váha korigujúca majetkovú hodnotu podniku [-]. [6]

Tabuľka 5. Výhody a nevýhody kombinovanej metódy

Výhody kombinovanej metódy	Nevýhody kombinovanej metódy
- okrem hodnoty majetku podniku zohľadňuje aj výnosový potenciál podniku	- potrebné najskôr vyčísliť dve hodnoty podniku z čoho vyplýva prácnosť, časová a finančná náročnosť

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa [7].

3.5 Porovnávací metóda

Porovnávacou metódou stanoví znalec všeobecnú hodnotu podniku a časti podniku zohľadnením vybraných spoločných kritérií súboru porovnateľných podnikov s využitím transakčného prístupu, vzorového prístupu alebo burzového prístupu. [6]

Prostredníctvom porovnávací metódy sa všeobecná hodnota podniku a jeho časti stanoví podľa troch prístupov, a to podľa:

1. Transakčný prístup - porovnáva vzorové podniky rovnakého zamerania, porovnateľnej veľkosti a štruktúry, ktoré boli predmetom kúpy alebo predaja v nedávnom čase.

2. Vzorový prístup - predpokladá porovnanie so vzorovými podnikmi sumarizáciou finančných ukazovateľov vzhľadom na rizikové faktory, kontrolné príplatky a diskonty predajnosti.

3. Burzový prístup - založený na súčte diskontovaných dividend a očakávanej majetkovej hodnoty na konci sledovaného obdobia. Aplikácia tohto princípu vyžaduje existenciu organizovaného kapitálového trhu. [9]

Základom všetkých troch prístupov je porovnávanie podniku, ktorý je predmetom ohodnotenia, so vzorovými, t. j. porovnateľnými podnikmi. Preto sa v odbornej literatúre možno stretnúť aj s inými pojmi, ako je porovnávací metóda, napr. metódy relatívneho ohodnocovania alebo metódy založené na trhovom porovnávaní, resp. založené na analýze trhu. [1]

Tabuľka 6. Výhody a nevýhody porovnávacej metódy

Výhody porovnávacej metódy	Nevýhody porovnávacej metódy
-	- potrebné disponovať s informáciami, ktoré sú veľmi ťažko dostupné, prípadne sú dokonca nedostupné

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa [7].

Záver

Z hľadiska problematiky stanovenia hodnoty podniku je potrebné poznamenať, že sa jedná o oblasť, kde je potreba verného a pravdivého zobrazenia veľmi zásadná. Od spôsobu stanovenia hodnoty závisí vypovedacia schopnosť podnikových dokumentov, ktoré znalec využíva na stanovenie hodnoty podniku. Slovenská legislatíva, ako sme spomínali, odporúča využívať na stanovenie hodnoty podniku základné metódy, ktoré sú uvedené vo vyhláške číslo 492/2004 Z. z. v znení neskorších predpisov. Okrem celkovej analýzy základných metód sme sa zamerali na analýzu výhod a nevýhod skúmaných metód. V globálnom ponímaní môžeme povedať, že nevýhodou všetkých analyzovaných metód je, že sú veľmi náročné z pohľadu času a práce a pri stanovení hodnoty podniku je potrebných viacero znalcov z viacero znaleckých odborov. Za výhodu majetkovej a podnikateľskej metódy môžeme uviesť fakt, že podávajú komplexný prehľad o majetkovej a finančnej situácii hodnoteného podniku. Porovnávacia metóda prináša pohľad na stanovenú hodnotu podnikov, ktoré majú rovnaký charakter podnikania a pri kombinovanej metóde je výhodou fakt, že znalec využíva dve metódy, ktoré dokážu efektívne stanoviť hodnotu podniku. Na záver môžeme povedať, že sa jedná o komplexné metódy, ktoré každá svojím charakterom dokážu poskytnúť úplný prehľad o stave podniku jeho majiteľovi.

Literatúra

- [1] HARUMOVÁ, A. A KOL.: Stanovenie hodnoty majetku – hlavné aspekty ekonomickej, znaleckej a expertnej činnosti, 1 vydanie, Iura Edition, Bratislava, 2008, 499 s., ISBN 978-80-8078-224-5
- [2] KARDOŠ, P., JAKUBEC, M.: Riadenie hodnoty podniku, 1 vydanie, Bratislava: Wolters Kluwer, 2016., 284 s., ISBN 978-80-8168-460-9
- [3] FETISOVÁ, E. A KOL.: Podnikové financie – praktické aplikácie a zbierka príkladov, 1 vydanie, Wolters Kluwer, Bratislava, 2015, 196 s., ISBN 978-80-8078-259-7
- [4] SZILÁGYI, M., SEDLÁKOVÁ, I.: Ekonomické a právne aspekty stanovenia všeobecnej hodnoty podniku, 1 vydanie, EDIS, Žilina, 2002, 248 s., ISBN 80-7100-976
- [5] Zákon č. 358/2004 Z. z. o znalcoch, tlmočníkoch a prekladateľoch
- [6] Vyhláška Ministerstva spravodlivosti Slovenskej republiky č. 492/2004 Z. z. o stanovení všeobecnej hodnoty majetku
- [7] Ako znalec vypočíta hodnotu podniku? [online.] Dostupné na internete: <<https://www.podnikajte.sk/financie/c/1311/category/finacne-riadenie/article/hodnota-podniku-vypocet.xhtml>>.
- [8] PETRÁKOVÁ, Z. Stanovenie hodnoty podniku, 1 vydanie Bratislava: SLOVENSKÁ TECHNICKÁ UNIVERZITA, 2011. 68 s. ISBN 978-80-227-3429-5
- [9] Porovnávacia metóda. [online.] Dostupné na internete: <<https://www.corpora.info/ohodnocovanie-podnikov.html>>.