

## Obsah

Úvod	1
1. Úvod do problematiky oceňovania	2
1.1 Spôsoby oceňovania	3
1.1.1 Oceňovanie špecifických aktív	3
1.1.2 Porovnanie s inými podnikmi	3
1.1.3 Oceňovanie na báze oceňovania opcií	4
1.1.4 Modely súčasnej hodnoty	4
1.2 Ocenenie diskontovaním cash flow	5
2. Postup pri oceňovaní firmy	7
2.1 Analýza minulej činnosti	7
2.1.1 Základné účtovné výkazy	7
2.1.2 Návratnosť investovaného kapitálu	9
2.2 Prognózovanie budúcej činnosti	10
2.3 Odhad nákladov kapitálu	12
2.3.1 Model oceňovania kapitálových aktív	14
2.4 Odhad pokračujúcej hodnoty	15
2.4.1 Vzorec rastu voľného cash flow	16
2.4.2 Vzorec faktorov tvorby hodnoty	17
2.5 Výpočet, interpretácia a kontrola výsledkov	19
3. Ocenenie podniku Slovenský plynárenský priemysel, a.s.	21
3.1 Základné informácie	21
3.2 Historická ekonomická a finančná výkonnosť	24
3.3 Analýza hodnotových faktorov	26
3.4 Kapitálová štruktúra a náklady kapitálu	27
3.5 Predpoklady do budúcnosti	30
3.6 Prognóza do budúcnosti	32
3.7 Analýza hodnotových faktorov v budúcnosti	33
3.8 Odhad hodnoty	34
3.9 Analýza citlivosti a kontrola výsledkov	36
Záver	39
Použitá literatúra	40
Prílohy	

## ÚVOD

Oceňovanie firiem bolo u nás až do roku 1990 v podstate neznámym pojmom. V centrálne riadenom hospodárstve prakticky neexistoval trh s podnikmi, a ceny jednotlivých zložiek majetku boli stanovované podľa pevne určených pravidiel. S nástupom voľného trhu ale vyvstala potreba oceňovacích postupov, pomocou ktorých by bolo možné určiť reálnu hodnotu majetku, operácií, prípadne celej firmy. V súčasnosti je oceňovanie podnikov aj na Slovensku aktuálnou témou, ktorá s postupujúcou privatizáciou a rozvíjajúcim sa trhom stále nabera na význame.

Dôvodom k oceneniu nemusí byť len kúpa alebo predaj podniku, ale napríklad aj fúzia dvoch alebo viacerých podnikov, zmena právnej podstaty firmy a mnohé iné. Samozrejme rôzne dôvody znamenajú aj rôzne zadania pre oceňovateľa a tomu zodpovedajúce rôzne postupy.

V prvej časti svojej diplomovej práce uvádzam stručný prehľad a popis postupov používaných v oceňovacej praxi s prihliadnutím na určité odlišnosti slovenského prostredia. V druhej časti sa venujem podrobnejšiemu popisu najpoužívanejšej metódy ocenenia pomocou diskontovaných cash flow. Tretia časť obsahuje aplikáciu uvedenej metódy na podnik Slovenský plynárenský priemysel.

Teraz by som rád spomenul dôvody k výberu použitej metódy, ako aj dôvody k výberu oceňovanej firmy, konkrétne SPP. V roku 2001 prebehla premena štátneho podniku Slovenský plynárenský priemysel na akciovú spoločnosť a následná privatizácia 49 %-ného balíka akcií. Vyskytlo sa mnoho odhadov ceny, ktorá by mala byť za tento podiel zaplatená, a odchýlky od skutočne zaplatenej sumy boli obrovské. Bolo teda lákavé skúsiť urobiť vlastný odhad a porovnať ho so skutočnosťou. Ďalším dôvodom bolo to, že sa mi podarilo získať niekoľko výročných správ z obdobia pred privatizáciou SPP, ktoré obsahovali niektoré údaje, umožňujúce použitie spomínanej metódy diskontovaných cash flow. Tretím dôvodom k výberu firmy, ako aj metódy bol fakt, že spoločnosť Credit Swiss First Boston, ktorá bola vybraná ako privatizačný poradca a previedla ocenenie SPP v roku 2001, takisto použila metódu diskontovaných cash flow. Mohol som teda overiť správnosť svojho odhadu priamym porovnaním.

## **1. ÚVOD DO PROBLEMATIKY OCEŇOVANIA**

Oceňovanie, alebo správnejšie ohodnocovanie (z anglického *valuation*), je zisťovaním hodnoty, ktorú dané aktívum (v našom prípade firma) má pre konkrétneho investora. Nesmieme si pliesť pojmy cena a hodnota. Cena je výrazom pre skutočne ponúkanú, požadovanú alebo platenú čiastku za nejaký tovar alebo službu, kým hodnota je skôr subjektívnym vyjadrením vzťahu investora a ohodnocovaného aktíva. Hodnota, ktorú má dané aktívum pre jednotlivých investorov, sa môže od skutočne zaplatenej ceny podstatne líšiť.

Správanie sa racionálneho investora je určované snahou dosiahnuť čo najväčší zisk pri minimalizovanom riziku. Preto sa hodnota firmy (aktíva) neurčuje len vzhľadom na prítomnosť, ale aj s ohľadom na jej budúci potenciál a rôzne faktory, ktoré by na ňu v budúcnosti mohli vplývať. Napríklad zmena manažmentu, prípadne reštrukturalizácia firmy môžu mať podstatný vplyv na hodnotu, a preto je nutné zahrnúť ich do rozhodovania o cene, ktorú je investor ochotný zaplatiť (alebo akceptovať).

Ako som spomínal v úvode, existuje viacero dôvodov k oceňovaniu podniku. Pretože dôvod ocenenia často podmieňuje aj výber oceňovacej metódy, bude dobré spomenúť aspoň niektoré, v praxi najčastejšie dôvody:

- predaj alebo kúpa podniku
- zlúčenie viacerých spoločností
- zmena právnej formy (s.r.o. na akciovú spoločnosť a pod.)
- uvedenie spoločnosti na burzu
- poskytovanie úverov
- likvidácia podniku
- zistenie hraníc nadmerného zadĺženia

## **1.1 Spôsoby oceňovania:**

V praxi sa používa množstvo oceňovacích postupov, líšiacich sa svojou filozofiou, zložitou, ako aj možnosťami použitia. Toto sú základné okruhy oceňovacích postupov:

- oceňovanie špecifických aktív
- porovnanie s inými podnikmi
- oceňovanie na báze oceňovania opcií
- modely súčasnej hodnoty

### **1.1.1 Oceňovanie špecifických aktív**

Pri tomto postupe firmu chápeme ako súhrn aktív (zariadenie, budovy, výrobky), ktoré je možné predať. Hodnota firmy je potom súhrnnou hodnotou týchto aktív. Tento spôsob vyžaduje dôkladnú znalosť trhu, ako aj prehľad o firemných aktívach. V prípade, že poznáme nominálne ceny aktív porovnateľných s tými, ktoré vlastní firma, môžeme ich hodnotu pomerne presne odhadnúť. Oceňovanie špecifických aktív je vhodné použiť najmä pri likvidácii podniku, keďže majiteľa zaujíma hlavne to, koľko môže pri rozpredaní majetku firmy dostať.

### **1.1.2 Porovnanie s inými podnikmi**

Princíp tejto metódy je v porovnávaní s inými firmami, či už pracujúcimi v rovnakom (alebo príbuznom) odvetví, alebo takými, ktoré majú podobné parametre ako oceňovaná firma. V prípade, že poznáme hodnotu porovnávaných firiem, sme schopní odhadnúť hodnotu cieľovej spoločnosti. Niekedy (a v prípade slovenského trhu pomerne často) je ťažké až nemožné nájsť porovnateľné firmy. Na Slovensku, kde je trh ešte stále pomerne nedokonalý a kde je viacero odvetví obhospodarovaných jednou (ako v prípade plynárenského priemyslu) alebo len niekoľko málo spoločnosťami, má táto metóda len obmedzené použitie. Ale niektoré postupy sú využiteľné aj pri iných metódach.

### **1.1.3 Oceňovanie na báze oceňovania opcí**

Tu považujeme firemné finančné aktíva (napríklad akcie) za opcie na reálne firemné aktíva (zariadenia, budovy a pod.). Pri znalosti predpokladaného vývoja cien akcií môžeme pomocou použitia modelov na oceňovanie opcí prísť k odhadom hodnoty reálnych aktív. Ja osobne som sa s touto metódou v praxi nestretol a vo svojej práci jej neprikladám väčší význam. Skôr som sa zamerlal na omnoho používanjšie nasledujúce modely súčasnej hodnoty.

### **1.1.4 Modely súčasnej hodnoty**

Najpoužívanjšími (a podľa niektorých autorov aj najpresnejšími) metódami sú metódy opierajúce sa o modely súčasnej hodnoty. Sú odvodené z postupov na oceňovanie cenných papierov a ich základným predpokladom je, že každé aktívum (firma) vytvára pre svojho majiteľa tok výnosov. Odhadom budúcich výnosových tokov a ich diskontovaním na súčasnú hodnotu dostaneme odhad hodnoty aktíva (firmy). Týmto metódam (konkrétne jednej z nich - metóde diskontovaných cash flow) sa vo svojej práci venujem najviac.

Toto sú samozrejme len hlavné okruhy, ale najpodstatnejšie členenie sa z nich dá vypozerovať. Napríklad prvé dva okruhy metód sú založené hlavne na analýze trhových údajov, naopak metódy na báze súčasnej hodnoty zasa vyžadujú pomerne kvalitnú znalosť vnútorných informácií o firme, jej plánovanú stratégiu, štruktúru kapitálu, zadĺženosť a podobne. Takisto použitie metód je rôzne: ako som spomenul, oceniť špecifické aktíva bude chcieť skôr majiteľ krachujúcej firmy, ktorý plánuje ich rozpredaním získať prostriedky, naopak metódu diskontovaných cash flow skôr použije záujemca o kúpu firmy, ktorý sa chce presvedčiť o potenciáli cieľového objektu.

## 1.2 Oceňovanie diskontovaním cash flow

Cash flow je peňažný tok, ktorý firma vytvára pre svojho majiteľa, prípadne majiteľov. Základný predpoklad je, že firma bude tieto toky vytvárať aj v budúcnosti, počas celého svojho pôsobenia. Potom hodnota firmy je súčasnou hodnotou všetkých týchto budúcich tokov, diskontovaných vhodnou diskontnou mierou, odrážajúcou rizikovosť celej investície (čím vyššie riziko, tým vyššia diskontná miera).

$$\text{Hodnota} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1.2)$$

$n$  – doba životnosti aktíva (firmy)

$CF_t$  – cash flow v príslušnom období

$r$  – diskontná miera, odrážajúca riziko

K diskontovaniu cash flow môžeme pristupovať dvoma spôsobmi. Pri prvom diskontujeme len cash flow prístupný držiteľom vlastného imania. Táto metóda sa nazýva *DCF equity* (Discounted Cash Flow). Vzorec vyzerá nasledovne:

$$\text{Hodnota imania} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_{\text{k imaniu}}}{(1+k_E)^t}$$

kde  $k_E$  je očakávaná výnosnosť vlastného imania (alebo náklady na vlastné imanie)

K určeniu hodnoty celej firmy je nutné k takto získanej hodnote ešte pripočítať hodnotu cash flow cudzieho kapitálu.

Metóda *DCF entity* oceňuje celú firmu. Pracuje s cash flow prístupným držiteľom vlastného aj cudzieho kapitálu a vzorec vyzerá

$$\text{Hodnota firmy} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_{k \text{ firme}}}{(1 + WACC)^t}$$

kde WACC je vážený priemer nákladov kapitálu (Weighted Average Cost of Capital).

Cash flow vlastného imania a cash flow firmy (alebo tzv. voľný cash flow) vypočítame nasledovne:

**EBIT + odpisy – rast pracovného kapitálu – kapitálové výdavky**  
**= operačný cash flow**

**operačný cash flow – aktuálne dane – úroky – splátky dlhu + nový dlh =**  
**cash flow vlastného imania**

**operačný cash flow – hypotetické dane**  
**= voľný cash flow**

kde **EBIT** je zisk pred úrokmi a zdanením (Earnings Before Interest and Taxes)

- **aktuálne dane** sa vypočítajú ako daňová sadzba \* (EBIT – úroky)

- **hypotetické dane** sa vypočítajú ako daňová sadzba \* EBIT

Cash flow vlastného imania diskontujeme pomocou očakávanej výnosnosti vlastného imania, pre voľný cash flow je vhodnou mierou vážený priemer nákladov kapitálu.

## **2. POSTUP PRI OCEŇOVANÍ FIRMY**

Ocenenie pozostáva z piatich základných krokov:

- 1/ Analýza minulej činnosti
- 2/ Prognózovanie budúcej činnosti
- 3/ Odhad nákladov kapitálu
- 4/ Odhad pokračujúcej hodnoty
- 5/ Výpočet, interpretácia a kontrola výsledkov

### **2.1 Analýza minulej činnosti**

Pod analýzou sa myslí predovšetkým finančná analýza, založená na údajoch zo základných účtovných výkazov firmy, ktorými sú *súvaha*, *výkaz cash flow* a *výkaz ziskov a strát*. Pochopenie minulej činnosti vytvára dobrý základ pre prognózy do budúcnosti a je teda nevyhnutným prvkom procesu oceňovania. Analýza samotná pozostáva predovšetkým z výpočtu základných finančných ukazovateľov a faktorov tvorby hodnoty (ako návratnosť investovaného kapitálu, čistý prevádzkový zisk bez upravených daní, tempo rastu zisku). Rozoberiem teraz základné účtovné výkazy, slúžiace za zdroje údajov potrebných pre analýzu:

#### **2.1.1 Základné účtovné výkazy**

**Súvaha** je účtovný výkaz, ktorý zachytáva majetok, záväzky a vlastné imanie firmy. Je zostavovaná každoročne, vždy k poslednému dňu práve končiaceho roka. Člení sa na aktíva (formy majetku) a pasíva (zdroje krytia majetku). Účty aktív sú zoradené podľa likvidity od najťažšie likvidného majetku až k najlikvidnejším formám, ako sú peniaze a ich ekvivalenty. Základné členenie pasív je na vlastné a cudzie zdroje.

**Výkaz ziskov a strát** (tzv. výsledovka) popisuje výnosy, náklady a hospodársky výsledok dosiahnutý počas účtovného obdobia. Je vzájomne prepojený zo súvahou.



**Výkaz cash flow** poskytuje prehľad o peňažných tokoch v priebehu účtovného obdobia, pričom peňažný tok chápeme ako súhrn prírastkov a úbytkov príslušných peňažných prostriedkov alebo ich ekvivalentov.

Na Slovensku majú firmy zo zákona povinnosť uvádzať každoročne súvahu a výkaz ziskov a strát vo svojich výročných správach. Vo svete je zaužívané (a často dané zákonom) uvádzať aj výkaz cash flow, na Slovensku je toto iba nepovinné a mnoho firiem ho vo svojich správach vynecháva, čo samozrejme sťažuje ocenenie firmz jednou z metód diskontovaných peňažných tokov.

Firmy vykonávajú finančnú analýzu aj v iných prípadoch ako pri samotnom oceňovaní. Častými dôvodmi sú napríklad zistenie zadĺženosti, zistenie výkonnosti firmy a pod.

Bude užitočné popísať si teraz niektoré pojmy:

**EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes) alebo zisk pred úrokmi a zdanením je vlastne zisk, ktorý by firma získala, ak by nemala žiadny dlh, teda jednoducho rozdiel príjmov a nákladov.

**Dane z EBIT** sú hypotetické dane, ktoré by firma platila, ak by nemala dlh ani prebytočné obchodovateľné cenné papiere. Vypočítajú sa ako skutočná daň z príjmu, zväčšená o daň na výdaje z úrokov a zmenšená o dane z príjmu z úrokov a dane z neprevádzkových príjmov.

**Zmena v odložených daniach** je rozdiel stavu odložených daní v tomto a uplynulom roku. Skutočné dane z príjmu, platené v hotovosti, sa od tých predpísaných výkazom ziskov a strát obyčajne líšia, čo je spôsobené rozdielmi vnútropodnikového účtovníctva a účtovníctva pre dane.

**NOPLAT** (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) je čistý prevádzkový príjem bez upravených daní a dostaneme ho ako EBIT zmenšený o daň z príjmu a zmenu v odložených daniach. Je to teda prevádzkový zisk firmy po zdanení, po úprave daní na hotovostnú bázu.

**Operačný čistý pracovný kapitál** dostaneme ako rozdiel operačných obežných aktív a operačných bežných záväzkov. Do operačných obežných aktív patrí finančný majetok, pohľadávky, zásoby a iné operačné aktíva. Operačné bežné záväzky tvoria záväzky z obchodného styku, záväzky voči zamestnancom a ostatné operačné záväzky.

**Hmotný investičný majetok** je súčet hodnôt fixných aktív firmy.

**Nehmotný investičný majetok** sú napríklad autorské práva, patenty, výrobné a technologické postupy a iné.

**Investovaný kapitál** je operačný čistý pracovný kapitál plus hmotný a nehmotný investičný majetok plus ostatné operačné aktíva.

### 2.1.2 Návratnosť investovaného kapitálu

Jedným z najdôležitejších nástrojov oceňovania je návratnosť investovaného kapitálu **ROIC** (Returns On Invested Capital).

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Investovaný kapitál}} \quad (2.1.2.1)$$

Pri použití tohoto vzťahu je dôležité použiť rovnaký postup pri zadávaní čitateľa aj menovateľa. Ak je aktívum zahrnuté v menovateli, zisk z tohoto aktíva musí byť obsiahnutý aj v čitateli.

Alternatívny vzorec pre návratnosť investovaného kapitálu je

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT} * (1 - T)}{\text{Investovaný kapitál}} \quad (2.1.2.2)$$

kde T je sadzba dane z príjmu platná pre príslušný subjekt.

Úpravami tohoto vzorca môžeme dostať ďalšie z nástrojov oceňovania:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Príjmy}} * \frac{\text{Príjmy}}{\text{Investovaný kapitál}} * (1 - T) \quad (2.1.2.3)$$

*Operačný prebytok* (EBIT/ Príjmy), ktorý meria efektivitu, s akou firma premieňa príjmy na zisk.

*Obrat kapitálu* (Príjmy/ Investovaný kapitál) meria efektivitu využívania investovaného kapitálu.

Posledným krokom pri finančnej analýze je výpočet cash flow. Ide o stanovenie postupu výpočtu, teda zahrnutie resp. nezahrnutie jednotlivých položiek a podobne (dôležité hlavne pre prognózy do budúcnosti), ako aj vyčíslenie konkrétnych hodnôt. Toto v súčinnosti so strategickými zámermi firmy je základom dobrej budúcej prognózy.

**Voľný cash flow** je celkový zdanený cash flow generovaný firmou, prístupný všetkým poskytovateľom firemného kapitálu, teda veriteľom aj akcionárom. Dôležité je, aby voľný cash flow bol počítaný spôsobom, ktorý zaručí vzťah medzi cash flow a diskontnou mierou použitou pri výpočte hodnoty. Voľný cash flow dostaneme ako NOPLAT mínus čisté investície.

**Čisté investície** sú zadefinované ako zmena v investovanom kapitále, teda patria tam

- kapitálové výdavky: výdavky na nový hmotný investičný majetok
- zmena v operačnom kapitále: čiastka, ktorú firma investovala do operačného kapitálu počas bežného obdobia
- nárast ostatných čistých aktív: predstavuje sumu investovanú do nehmotného investičného majetku a ostatných prevádzkových aktív
- investície do dobrého mena spoločnosti

## 2.2 Prognózovanie budúcej činnosti

Ak sme z analýzy činnosti firmy v minulosti dostatočne pochopili princípy jej fungovania a spôsob, akým firma vytvára hodnotu, môžeme pristúpiť k prognóze do budúcnosti. Pre kvalitnú predpoveď je samozrejme nutné mať dostatok vnútropodnikových informácií, či už o štruktúre kapitálu, efektívnosti

využívania investícií, miere rastu ziskov, ako aj o budúcom smerovaní, strategických zámeroch, prípadných akvizíciách, fúziách a pod. V západných krajinách, kde je zverejňovanie množstva informácií obvyklé (a niektorých kľúčových dokonca povinné) má potenciálny investor ľahšiu úlohu ako u nás. Náš trh je ešte veľmi nedokonalý a mnoho dôležitých informácií si firmy nechávajú pre seba, takže pre človeka zvonku (myslím mimo firmu) môže byť ocenenie veľmi zložitá a veľmi nepresná vzhľadom na nutnosť odhadovať niektoré kľúčové parametre namiesto použitia skutočných hodnôt.

Je treba dať si pozor na niekoľko vecí:

- prognózovať celé finančné výkazy, alebo aspoň ich podstatné časti, nesústreďovať sa iba na prognózu voľného cash flow bez dôkladného pochopenia firemných mechanizmov jeho vytvárania (obsiahnutých práve v účtovných výkazoch)
- zohľadniť strategickú pozíciu firmy voči konkurencii, jej možné výhody alebo nevýhody a ich rastúci alebo klesajúci význam v budúcnosti; Ak firma doteraz dosahovala vyššie zisky z predaja, je tento trend dlhodobo udržateľný? Aké sú jeho príčiny? Je tu potenciál na ďalší rast? Tieto a podobné otázky si pri prognóze treba položiť a len ich zodpovedaním môžeme správne predpovedať nástroje ocenenia.
- použiť realistické scenáre budúceho vývoja firmy, do ktorých treba zahrnúť aj možné kritické udalosti zvonka (zmena daňového systému a pod.); Jednotlivé položky účtovných výkazov potom prognózuje v závislosti na týchto scenároch.

Pri prognózovaní budúcej činnosti je ďalším problémom časová neobmedzenosť. Oceňovaná firma by teoreticky mala fungovať nekonečne dlho, ale je jasné, že prognóza na nekonečné obdobie sa nedá urobiť. Jej výpovedná hodnota by bez toho bola nepatrná. Používajú sa dve riešenia tohoto problému. Jedným je predpovedať činnosť firmy na dostatočne dlhú dobu (obyčajne 100 a viac rokov), pričom diskontovaná hodnota v ďalších obdobiach je zanedbateľne malá. Druhým riešením sú viacfázové metódy.

Podstatou dvojfázovej metódy je rozdeliť obdobie predpovede na dve fázy. Predpokladáme, že počas prvej sa firma stabilizuje. Teda dosiahne napríklad konštantnú návratnosť investovaného kapitálu, konštantnú mieru rastu a podobne. Na túto fázu robíme explicitnú predpoveď. Pri druhej fáze už predpokladáme konštantné faktory tvorby hodnoty a na výpočet hodnoty cash flow v druhej fáze existujú explicitné vzorce, bez nutnosti predpovedať položky súvahy alebo výsledovky.

Hodnota firmy sa potom ráta nasledovne:

$$\text{Hodnota firmy} = \text{súčasná hodnota cash flow počas doby explicitnej prognózy} + \text{súčasná hodnota cash flow po dobe explicitnej prognózy}$$

Pri trojfázovej metóde sa predpokladajú celkom tri fázy: pre prvé dve sa robí explicitná predpoveď. Môžu to byť napríklad fáza rastu a stabilizačná fáza. Tretia fáza už opäť predpokladá konštantné kľúčové hodnotové faktory a na jej hodnotu sú explicitné vzorce. Hodnota sa potom vypočíta ako hodnota cash flow počas prvej fázy + hodnota cash flow počas druhej fázy + pokračujúca hodnota.

### 2.3 Odhad nákladov kapitálu

Poskytovatelia kapitálu (veritelia aj akcionári) samozrejme očakávajú, že budú náležite odškodnení za náklady stratenej príležitosti, ktoré im vznikli investovaním do danej podnikateľskej činnosti namiesto pokusu zhodnotiť svoj kapitál iným spôsobom, prinášajúcim rovnaké riziko. Na prepočet očakávaných peňažných príjmov do súčasnej hodnoty sa používa tzv. diskontná sadzba. V prípade diskontovania voľných peňažných tokov je ňou *vážený priemer nákladov kapitálu* (Weighted Average Cost of Capital – WACC). Pri výpočte WACC je nutné si uvedomiť, že celkový prístup k oceňovaniu a prístup k výpočtu WACC musia byť zhodné.

Rovnica pre výpočet WACC má nasledujúci tvar:

$$WACC = k_D * (1 - T) * \frac{D}{V} + k_E * \frac{E}{V} \quad (2.3.1.1)$$

kde

$k_D$  – náklady na cudzí kapitál

T- daňová sadzba platná pre oceňovanú firmu

D – trhovú hodnotu cudzieho kapitálu (dlhu)

$k_E$  – náklady vlastného kapitálu

E – trhovú hodnotu vlastného kapitálu

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

Pri výpočte WACC postupujeme podľa týchto krokov:

- 1/ určenie štruktúry kapitálu (teda stanovenie váh jednotlivých zložiek kapitálu)
- 2/ určenie nákladov cudzieho kapitálu
- 3/ určenie nákladov vlastného kapitálu
- 4/ určenie hodnoty WACC

Určenie štruktúry kapitálu robíme na základe trhových cien (akcií, dlhopisov, imania a pod.). Určité problémy môžu nastať napríklad pri dlhopisoch, prípadne pri akciách, ktoré nie sú bežne obchodované. V prípade dlhopisov sa ich trhovú hodnotu dá určiť pomocou očakávaných budúcich platieb diskontovaných očakávaným výnosom do splatnosti. V prípade akcií neobchodovaných firiem sa toto ale urobiť nedá a pravdepodobne sa treba spoľahnúť na štruktúru kapitálu vyplývajúcu zo súvahy. Odporúča sa zamerať na cieľovú štruktúru kapitálu, ktorá by mala prevažovať počas doby trvania spoločnosti (nezabúdajme, že predpokladáme neobmedzené trvanie spoločnosti v budúcnosti). Zameraním sa na cieľovú štruktúru sa vyhneme prílišným fluktuáciám spôsobeným zmenami tržných hodnôt jednotlivých zložiek.

Náklady na cudzí kapitál dostaneme ako vážený priemer efektívnych úrokových sadzieb platených na rôzne formy cudzieho kapitálu (krátkodobé a dlhodobé úvery, nesplatené záväzky a iné.)

Náklady vlastného kapitálu sa obvykle počítajú pomocou *modelu oceňovania kapitálových aktív* (Capital Asset Pricing Model, CAPM) a sú založené na odhadoch očakávaných výnosov.

### **2.3.1 Model oceňovania kapitálových aktív**

CAPM model používaný hlavne na vysvetlenie vzťahu hodnoty a rizikovosti cenných papierov môže pri splnení určitých predpokladov poslúžiť aj pri určovaní nákladov vlastného kapitálu. Tu ide hlavne o odhad budúcich očakávaných výnosov z investovania do daného podniku pri určitej miere rizika, ktorú investícia do tohoto podniku prináša.

Nutnými predpokladmi sú:

- existencia dokonalého trhu, t.j.
  - všetci investori majú k dispozícii všetky potrebné informácie
  - všetci investori majú rovnaké očakávania o budúcom vývoji
  - nulové transakčné náklady
  - nulový vplyv daní
  - je k dispozícii ľubovoľné množstvo peňazí na požičiavanie pri rovnakej (bezrizikovej) úrokovej miere
- každý investor sa usiluje o maximalizáciu svojho majetku (ku koncu obdobia)

CAPM model hovorí, že náklady príležitosti vlastného kapitálu sú rovné návratnosti bezrizikových cenných papierov plus riziko spoločnosti krát riziková prémie (alebo odmena za riziko).

Teda

$$k_E = r_f + (E[r_m] - r_f) * \beta \quad (2.3.1.2)$$

kde

$r_f$  - bezriziková úroková miera

$E[r_m]$  – očakávaná miera návratnosti trhovej zásoby cenných papierov

$E[r_m] - r_f$  - trhová odmena za riziko

$\beta$  – miera stáleho (systémového) rizika spoločnosti

Za bezrizikovú úrokovú mieru sa odporúča brať úrokovú mieru na desaťročné štátne dlhopisy. Táto doba sa svojou dĺžkou približuje dobe trvania príjmu oceňovanej spoločnosti. Trhová odmena za riziko sa líši pre jednotlivé krajiny. Je to vlastne geometrický priemer dlhodobu pozorovaných hodnôt rozdielu výnosov vhodného portfólia cenných papierov (SAX, S&P 500 a pod.) oproti návratnosti vládnych dlhopisov. Pre vyspelé západné krajiny sa odporúča 5 až 6 percentná odmena za riziko, pre vyvíjajúce sa štáty s určitým politickým rizikom sa udáva asi 8,5 %. Parameter beta popisujúci systémové riziko môžeme získať na základe korelácie výnosov akcií sledovaného podniku s trhovým výnosom, teda opäť nejakým indexom reprezentujúcim trh (v našom prípade výnos indexu SAX). Pre verejne obchodované firmy na západe sú odhady beta bežne zverejňované, na Slovensku taká prax nie je. V prípade neobchodovaných firiem je samozrejme odhad obtiažny a zaťažený chybami.

## 2.4 Odhad pokračujúcej hodnoty

Ako som spomínal, hodnota firmy je rovná súčasnej hodnote cash flow počas obdobia prognózy plus súčasná (teda diskontovaná) hodnota cash flow po dobe explicitnej prognózy. V prípade, že hodnotu cash flow po dobe prognózy nediskontujeme, ale rátame ju k poslednému roku prognózy, nazývame ju *pokračujúca hodnota* (Continuing Value – CV). Na jej výpočet sa používa niekoľko postupov. Správny odhad pokračujúcej hodnoty je veľmi dôležitý, lebo



táto tvorí podstatnú časť hodnoty firmy. Postupujeme podľa nasledovných krokov:

- 1/ výber techniky
- 2/ odhad dĺžky prognózy
- 3/ odhad parametrov a výpočet pokračujúcej hodnoty

Pre metódy diskontovaných cash flow existujú tri hlavné postupy pre určovanie pokračujúcej hodnoty, ku ktorým sa pridáva niekoľko odvodených.

Prvým z nich je dlhá explicitná predpoveď. Tento postup som už spomínal. Jeho podstatou je predpovedať činnosť firmy na dlhú dobu (100 a viac rokov) a diskontovaná pokračujúca hodnota bude potom zanedbateľná.

#### **2.4.1 Vzorec rastu voľného cash flow**

Vzorec rastu voľného cash flow predpokladá rast voľného cash flow pri určitej konštantnej miere počas celého obdobia, ku ktorému sa výpočet pokračujúcej hodnoty vzťahuje. Teda

$$CV = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \quad (2.4.1)$$

kde

$FCF_{T+1}$  je voľný cash flow v prvom roku po období prognózy,

WACC je vážený priemer nákladov kapitálu,

g je očakávaná ročná miera rastu voľného cash flow.

### 2.4.2 Vzorec faktorov tvorby hodnoty

Vzorec faktorov tvorby hodnoty vyjadruje pokračujúcu hodnotu pomocou vypočítaných nástrojov oceňovania, ktorými sú návratnosť investícií a miera rastu NOPLAT.

$$CV = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r}\right)}{\text{WACC} - g} \quad (2.4.2)$$

$\text{NOPLAT}_{T+1}$  – NOPLAT v prvom roku po období prognózy

$g$  – očakávaná ročná miera rastu NOPLAT

$r$  – očakávaná miera návratnosti čistých nových investícií.

Za rovnakých predpokladov všetky tri spomenuté postupy dávajú rovnaký výsledok.

Jedným z odvodených vzorcov je takzvaný **konvergenčný vzorec**. Je použiteľný pre niektoré spoločnosti vo vysoko konkurenčných odvetviach. Predpokladajme, že návratnosť čistých nových investícií  $r$  konverguje k WACC. Po dosadení  $r = \text{WACC}$  do vzorca faktorov tvorby hodnoty a po úprave dostaneme

$$CV = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{WACC}} \quad (2.4.3)$$

Zo vzorca síce zmizol faktor rastu, čo však neznamená, že rast je nulový. Návratnosť spojená s rastom sa ale rovná hodnote kapitálu, a teda rast nemá vplyv na hodnotu.

**Agresívny vzorec** je ďalším variantom konvergenčného vzorca. Tu sa predpokladá, že príjmy v období viažúcom sa k pokračujúcej hodnote budú rásť v nejakej konštantnej miere, za ktorú sa najčastejšie berie miera inflácie.

Následne sa potom príjmy nediskontujú nominálnym, ale reálnym váženým priemerom nákladov kapitálu, teda upraveným o infláciu.

$$CV = \frac{NOPLAT}{WACC - g} \quad (2.4.4)$$

kde  $g$  je miera rastu príjmov, teda miera inflácie. Tento vzorec ale vychádza z dosť nepravdepodobných predpokladov a je len zriedka používaný.

Výber optimálnej dĺžky prognózy v skutočnosti nie je až takým problémom. Ak predpokladáme, že počas prognózovaného obdobia dosiahnu obchodné výsledky firmy určitú stabilitu, nie je dĺžka prognózy natoľko dôležitá. Oplyvní len rozloženie hodnoty firmy medzi hodnotu v prognózovanom období a hodnotu v období po prognóze. Ak je ale časový horizont spojený so zmenami ekonomických predpokladov v období pokračujúcej hodnoty, môže hodnotu firmy ovplyvniť veľmi výrazne. Všeobecne sa odporúča voliť radšej dlhšie ako kratšie obdobie prognózy, minimom býva 7 rokov v krajinách západnej Európy, kým americkí odborníci odporúčajú nebáť sa predpovedať aj na dobu 10 až 15 rokov. Naozaj podstatné je len dosiahnutie konštantných kľúčových parametrov. V prípade firiem, ktorých obchodné výsledky sa správajú cyklicky, treba zvoliť obdobie prognózy dostatočne dlhé na obsiahnutie celého cyklu, inak konštantnosť parametrov nemôžeme očakávať.

Nech už je pokračujúca hodnota vypočítaná ktorýmkoľvek spôsobom, je počítaná k poslednému roku obdobia prognózy, a teda ju ešte musíme diskontovať na súčasnú hodnotu. Za diskontnú mieru tu opäť použijeme vážený priemer nákladov kapitálu.

## 2.5 Výpočet, interpretácia a kontrola výsledkov

Záverečným krokom pri oceňovaní je samotný výpočet hodnoty firmy, analýza citlivosti na faktory a kontrola výsledkov.

Doteraz sme počítali len súčasnú hodnotu cash flow z operácií. K určení hodnoty celej firmy je nutné ešte pripočítať hodnotu neoperatívnych aktív, ktoré sme predtým s disponibilného príjmu vylúčili. Takými sú napríklad obchodovateľné cenné papiere a podobne. Ich hodnotu môžeme získať buď na základe ich trhových hodnôt, alebo pomocou diskontácie príslušných očakávaných cash flow. V takom prípade platí

$$\text{Hodnota firmy} = \begin{array}{l} \text{súčasná hodnota} \\ \text{peňažných tokov} \\ \text{z operácií} \end{array} + \begin{array}{l} \text{súčasná hodnota} \\ \text{neoperatívnych} \\ \text{peňažných tokov} \end{array}$$

Po vypočítaní hodnoty firmy treba ešte previesť niektoré kontroly. Ak od hodnoty firmy odrátame hodnotu cudzieho kapitálu, dostaneme hodnotu vlastného kapitálu. Túto je možné porovnať s trhovou hodnotou (pre verejne obchodované firmy). Pri znalosti počtu vydaných akcií môžeme vyrátať cenu jednej akcie a porovnať ju so skutočnou trhovou cenou.

V prípade, že sa výsledok ocenenia nezhoduje s očakávaním, je nutné hľadať vysvetlenie tohoto javu. Nemusí to znamenať, že celý postup je nevyhnutne zlý. Chybný môže byť len odhad niektorých parametrov, je preto potrebné urobiť analýzu citlivosti vzhľadom na ne. Možno sme len predpokladali zlý scenár, je nutné trochu poopraviť očakávania. Medzi bežné otázky kladené pri kontrole výsledkov patrí: Sú finančné hľadiská predpovede (ako miera zadĺženia, hodnota obchodovateľných cenných papierov a pod.) dosiahnuteľné a žiadúce? Môže spoločnosť zvýšiť svoj kmeňový kapitál pri predpokladanej

miere dlhu? Je spoločnosť ochotná zvýšiť svoj kmeňový kapitál pri jeho súčasnej tržnej cene?

Ocenenie prevádzajú manažéri firiem vždy v priamej súvislosti s nejakým strategickým rozhodnutím, ako je napríklad kúpa alebo predaj podniku, fúzia, posúdenie zadĺženosti a pod. Výsledky ocenenia musia byť analyzované z perspektívy týchto rozhodnutí, inak môžu byť zavádzajúce.

### **3. OCENENIE PODNIKU**

#### **SLOVENSKÝ PLYNÁRENSKÝ PRIEMYSEL, a. s.**

##### **3.1 Základné informácie**

Hlavným predmetom činnosti podniku Slovenský plynárenský priemysel, a.s., je

- nákup a predaj vykurovacích plynov
- doprava, rozvod, úprava a uskladňovanie zemného plynu a jeho dodávky odberateľom
- tranzitná preprava plynu

Slovenský plynárenský priemysel vznikol ako štátny podnik 21. decembra 1988. Dňa 1. júla 2001 sa SPP transformoval na akciovú spoločnosť v 100 %-nom vlastníctve Fondu národného majetku Slovenskej republiky. Do základného imania bolo z nerozdeleného zisku a ostatných kapitálových fondov prevedených 31 135 mil. Sk. Celková výška základného imania predstavovala 52 287 322 akcií s nominálnou hodnotou 1000 Sk. Akcie nie sú verejne obchodovateľné. V roku 2002 bolo na odkúpenie ponúknutých 49 % akcií. Jediným záujemcom bolo konzorcium spoločností Ruhrgas a Gaz de France, ktoré sa stalo podielnikom dňa 11. júla 2002. Ústredie spoločnosti má sídlo v Bratislave.

SPP je majoritným poskytovateľom služieb v oblasti predaja zemného plynu a distribúcie odberateľom, ako aj tranzitu zemného plynu cez územie Slovenskej republiky. Na plnenie týchto služieb SPP vlastní a prevádzkuje sieť plynovodov a diaľkovodov, ako aj prečerpávacích staníc a v spolupráci s dcérskymi a spriaznenými spoločnosťami aj dve kapacity na skladovanie zemného plynu v Českej republike a na Slovensku (podzemné zásobníky). V budúcnosti sa očakáva liberalizácia trhu a prienik nových spoločností, ale SPP si pravdepodobne udrží dominantné postavenie.

### **Súdne a rozhodcovské konania**

V roku 2001 bol Slovenský plynárenský priemysel žalovanou stranou v rôznych súdnych konaniach týkajúcich sa vlastníctva investičného majetku (vo výške 653 mil. Sk), zmlúv o tranzite zemného plynu (1 228 mil. Sk), obstarania finančných investícií (716 mil. Sk) a sporných zmieniek, údajne podpísaných bývalým generálnym riaditeľom (v celkovej výške 2 478 mil. Sk). SPP tiež hrozí rozhodcovské konanie v súvislosti s uplatňovaním zmluvnej pokuty vo výške 1 890 mil. Sk. Tieto spory boli v roku 2001 v rôznom štádiu a ich konečný výsledok nebol v danej dobe odhadnuteľný. V súvislosti s možnými stratami neboli vytvorené žiadne rezervy na ich pokrytie.

### **Nákup a predaj zemného plynu**

Nákup, distribúciu a predaj zemného plynu SPP prevádzkuje prostredníctvom 11 regionálnych odštepných závodov na území Slovenskej republiky. Prevažná časť nakúpeného plynu pochádza z Ruskej federácie a je dodávaná na základe dlhodobých zmlúv so spoločnosťou Gazprom a jej dcérskou spoločnosťou Gazexport. Menšia časť dodávok pochádza z ťažby z podzemných zásobníkov, ako aj od spoločnosti Wintershall AG so sídlom v Nemecku. Na základe zmlúv uzavretých so spoločnosťou Gazexport SPP nie je oprávnený predávať zemný plyn mimo územia Slovenskej republiky.

Vývoj objemov nákupu a predaja zemného plynu za sledované obdobie (1994 – 2001) popisuje tabuľka 3.1.

*Tabuľka 3.1: Nákup a predaj zemného plynu (v mld. m<sup>3</sup>)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
nákup	6,1	6,3	7,0	7,0	6,9	7,2	7,7	7,2
predaj	5,8	6,3	6,6	6,8	6,8	7,0	7,0	7,5

Od 1.1. 2003 sú predajné ceny zemného plynu regulované novovytvoreným Úradom pre reguláciu sieťových odvetví. Do tohoto dátumu bola regulácia cien v kompetencii Ministerstva financií SR.

### **Vnútroštátna preprava a distribúcia zemného plynu**

Ku koncu roka 2001 SPP zabezpečoval dodávky plynu pre 1 372 778 odberateľov, z čoho najväčší počet (1 316 629) tvorili obyvatelia (domácnosti). Počet plynofikovaných obcí dosiahol hodnotu 2006 obcí, čo predstavovalo 69% z celkového počtu obcí. Dĺžka prevádzkovaných vnútroštátnych plynárenských sietí bola k roku 2001 celkom 27 944 km, z čoho distribučná sieť bola 21 850 km a diaľkovod 6 094 km. Vývoj dĺžky plynovodov a diaľkovodov za sledované obdobie vyzeral takto.

*Tabuľka 3.2: Vývoj dĺžky plynovodov a diaľkovodov (v km)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
diaľkovod	5051	5191	5340	5580	5752	5883	5963	6094
miestna sieť	10854	12296	13812	15923	18195	19521	20931	21850

a takto sa vyvíjal počet odberateľov v rokoch 1994 - 2001:

*Tabuľka 3.3: Počty odberateľov zemného plynu*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
odberatelia	1031589	1081358	1140597	1208574	1265856	1305861	1343986	1372778

### **Medzinárodná preprava zemného plynu**

Tranzitný plynovod Slovenskej republiky je súčasťou medzinárodnej plynárenskej siete a vrátane odbočiek mal v roku 2001 dĺžku 2 268 km. SPP poskytuje služby v oblasti prepravy pre spoločnosti Gazexport, Verbudnetz Gas, Wintershall, Transgas a prostredníctvom Gazexportu aj pre Ruhrgas, OMV, Gaz de France a SNAM. Preprava plynu je zabezpečovaná režimom dohodnutým s predstaviteľom dodávateľa Gazexport Moskva. Vývoj medzinárodnej prepravy



zemného plynu, ako aj dodávok pre Slovenskú republiku z tranzitnej sústavy dokumentuje nasledovná tabuľka.

*Tabuľka 3.4: Medzinárodná preprava plynu (v mld. m<sup>3</sup>)*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
zahraničie	71,5	75,7	77,5	73,8	79,9	83,4	73,9	66,3
tuzemsko	2,0	3,0	3,3	3,8	4,2	4,9	5,3	5,2
spolu	74,1	74,5	79,0	77,6	84,1	88,3	79,2	71,5

### **3.2 Historická ekonomická a finančná výkonnosť**

V prvom roku sledovaného obdobia (1994) dosiahol Slovenský plynárenský priemysel prevádzkový hospodársky výsledok 13 770 mil. SK. V súčte s finančným a mimoriadnym hospodárskym výsledkom to predstavovalo zisk pred zdanením 13 253 mil. Sk. Zaplatená daň z príjmu spolu s osobitným odvodom do štátneho rozpočtu predstavovala 6 932 mil. Sk.

V roku 1995 dosiahol prevádzkový zisk 13 332 mil. Sk a hospodársky výsledok pred zdanením 13 321 mil. Sk. Daň a odvod do štátneho rozpočtu boli 6 853 miliónov.

V roku 1996 dosiahol prevádzkový zisk 12 018 mil. Sk a celkový zisk pred zdanením 13 791 mil. Sk. Zaplatená daň a osobitný odvod predstavovali 6 387 mil. Sk. V tomto roku rástli náklady výrazne rýchlejšie ako príjmy, hlavne v dôsledku rastúcich nákupných cien plynu, kým predajné ceny ostali nezmenené.

V roku 1997 náklady hlavne na nákup plynu opäť rástli oveľa rýchlejšie ako príjmy z predaja, čo v súčinnosti s poklesom objemu tranzitovaného plynu prinieslo pokles prevádzkového zisku na 10 102 mil. Sk. V dôsledku menšieho objemu obchodovania s cennými papiermi finančné príjmy takisto zaznamenali prudký prepád, preto celkový hospodársky výsledok pred zdanením zaznamenal najnižšiu úroveň za dlhé roky 9 645 mil. Sk. Daň z príjmu a osobitný odvod predstavovali v súhrne 7 459 miliónov.

V roku 1998 prišlo prvé výrazné zvýšenie cien pre obyvateľstvo, a to o 50 % a ďalšie 4 % z dôvodu zmeny DPH. U cien pre veľkoodber a maloodber bolo zvýšenie menej výrazné. V tomto roku prišlo aj k výmene vedenia, prehodnoteniu investícií a celkovej reštrukturalizácii podniku. Pokles nákladov na nákup zemného plynu, zapríčinený priaznivým vývojom cien ropy a ropných produktov na svetových trhoch, spolu s miernym rastom príjmov za predaj a hlavne medzinárodnú prepravu plynu umožnili dosiahnuť prevádzkový zisk 12 128 mil. Sk. Finančné výnosy síce vzrástli, ale v dôsledku prehodnotenia účtovníctva a nutnosti tvorby opravných položiek k investíciám, ako aj nepriaznivého vývoja kurzu slovenskej koruny k ostatným svetovým menám finančné náklady vzrástli na takmer dvojnásobok roku 1997. Celkový hospodársky výsledok pred zdanením tak zaznamenal ďalší pokles na úroveň 8 574 mil. Sk. Daň a osobitný odvod do štátneho rozpočtu predstavovali v úhrne 5 674 mil. Sk.

Rok 1999 sa niesol v znamení ďalšej úpravy predajných cien zemného plynu. Toto umožnilo dosiahnuť vysoký nárast príjmov oproti minulému roku, sprevádzaný len miernym rastom nákladov. Prevádzkový hospodársky výsledok dosiahol 15 807 miliónov. Finančný výsledok zaznamenal mierny nárast, napriek tomu ostal hlboko záporný. Celkový zisk pred zdanením bol 12 363 mil. Sk, daň a odvod predstavovali 8 226 miliónov slovenských korún.

Rok 2000 bol pre SPP veľmi nepriaznivý. Hlavne v dôsledku nepriaznivého vývoja cien nákupných zemného plynu dosiahli prevádzkové náklady takmer 1,6-násobok nákladov minulého roka. Napriek opätovnému zvýšeniu predajných cien plynu prevádzkové príjmy rástli v omnoho nižšej miere, čo malo za následok pokles prevádzkového zisku o takmer 10 miliárd Sk. Vo finančnej oblasti síce prišlo k prudkému rastu príjmov, čo ale zďaleka nestačilo a hospodársky výsledok pred zdanením dosiahol rekordne nízku výšku 4 415 mil. Sk. Po zdanení a osobitnom odvode predstavoval čistý hospodársky výsledok stratu 818 miliónov.

V roku 2001 prišlo opäť k výmene vedenia SPP a reštrukturalizácii podniku. Hlavnou zmenou bola premena štátneho podniku na akciovú spoločnosť, zatiaľ stále v plnom vlastníctve štátu. Prevádzkové výnosy rástli o niečo pomalšie ako náklady, hlavne v dôsledku nepriaznivého vývoja cien plynu na svetových trhoch, ako aj kurzu dolára voči korune. Prevádzkový zisk tak

dosiahol úroveň 4 109 mil. Sk. Finančný hospodársky výsledok oproti minulému roku vzrástol o vyše 2 miliardy korún, hlavne v dôsledku odpredaja majetkových účastí v spoločnostiach nesúvisiacich s plynárenskými aktivitami. Hospodársky výsledok pred zdanením tak dosiahol výšku 5 912 mil., z čoho SPP odvedol na daniach a osobitnom odvode 5 508 mil. Sk.

Celková dynamika rastu jednotlivých položiek je zachytená v tabuľke 3.5.

*Tabuľka 3.5: Rast príjmov a nákladov (v %)*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
prírastok prevádzkových výnosov	5,30	10,40	6,30	1,90	16,70	19,50	5,90
prírastok prevádzkových nákladov	10,80	21,80	15,60	-3,60	11,50	57,80	8,20
náklady/výnosy	64,00	70,60	76,80	72,60	69,40	91,70	93,70
prírastok finančných príjmov	113,00	-6,80	-51,10	29,10	6,50	57,00	3,00
prírastok finančných nákladov	80,80	-27,90	-26,10	99,10	-1,20	5,70	-26,00

### 3.3 Analýza hodnotových faktorov:

Medzi najdôležitejšie faktory hodnotové faktory patrí návratnosť investovaného kapitálu (ROIC).

Návratnosť investovaného kapitálu meria efektívnosť, s akou firma premieňa kapitál vložený do výroby na zisky. Spoločnosť vytvára hodnotu pre svojich akcionárov jedine vtedy, ak je jej návratnosť investovaného kapitálu vyššia ako náklady kapitálu. Vo vysoko konkurenčných odvetviach sa návratnosť a náklady kapitálu môžu rovnať, ale Slovenský plynárenský priemysel nie je takýto prípad. Jeho návratnosť investovaného kapitálu sa vyvíjala nasledovne:

*Tabuľka 3.6: Návratnosť investovaného kapitálu v minulých obdobiach (v %)*

	1997	1998	1999	2000	2001
ROIC	11,00	10,30	13,70	4,20	4,20

Je dobre viditeľný pokles za posledné dva roky, súvisiaci predovšetkým s nízkou tvorbou ziskov kvôli vysokým nákladom na nákup zemného plynu, ako aj nízkym regulovaným cenám.

### 3.4 Kapitálová štruktúra a náklady kapitálu

Počas sledovaného obdobia sa kapitálová štruktúra veľmi menila. Zo začiatku predstavoval podiel cudzích zdrojov na celkovej hodnote imania asi 14 až 16 percent. Tento podiel však postupom času rástol a v roku 2001 dosiahol až 31 percent. Podrobnejšie údaje o zložení cudzích zdrojov boli k dispozícii až od roku 1999. Nárast podielu cudzích zdrojov možno jednak pričítať zmenám v stratégii firmy a plánovanému zníženiu nákladov (náklady na cudzí kapitál sú vo všeobecnosti nižšie ako náklady vlastného kapitálu) a takisto získaniu úverov v celkovej hodnote 200 mil. EUR od BNP Paribas v rokoch 1999 a 2000. Tieto mali byť použité hlavne na reštrukturalizáciu úverového portfólia, ako aj na rozvoj a výstavbu skladovacích kapacít a paroplynových cyklov. S postupom času predpokladám splatenie väčšiny starších dlhodobých úverov a pokles cudzích zdrojov na 30 percent hodnoty imania.

Vážený priemer nákladov kapitálu som mohol počítať len od roku 1999, lebo vo výročných správach pred týmto dátumom chýbali údaje o štruktúre a úročení úverov. Veľká časť úverov SPP je úročená pohyblivými úrokovými sadzbami, viazanými na LIBOR a BRIBOR s určitou prirážkou, preto je obtiažne presne odhadnúť ich vývoj do budúcnosti. Veľká časť úverov SPP je denominovaná v cudzej mene (hlavne USD a EUR) a vývoj skutočne platených úrokov je silne závislý od výmenného kurzu voči slovenskej korune.

Náklady vlastného kapitálu som počítal podľa CAPM modelu (vzorec 2.3.1.2).

Za bezrizikovú sadzbu som zobral sadzbu 10-ročných vládnych dlhopisov. Ako očakávanú výnosnosť trhovej zásoby cenných papierov som uvažoval geometrický priemer výnosnosti indexu SAX za posledných 7 rokov (do roku 2001). Všeobecne sa odporúča brať ako očakávanú trhovú výnosnosť dlhodobý geometrický priemer, to ale v našich podmienkach nebolo možné. Stretol som sa s odporúčaním dosadiť za hodnotu *risk premium* (prémia za riziko) hodnotu 8,5 % pre trhy s politickým rizikom a vyvíjajúce sa krajiny Východnej Európy. Po uvážení menšej rizikovosti slovenského prostredia som dospel k hodnote asi 8%.

Po dosadení očakávaného výnosu trhovej zásoby cenných papierov a bezrizikovej sadzby 10-ročných vládnych dlhopisov sa mi tento predpoklad aj potvrdil.

Najväčším problémom bolo odhadnúť koeficient systémového rizika  $\beta$ . Pre verejne obchodované firmy západnej Európy a USA je bežnou praxou tieto hodnoty zverejňovať. Na Slovensku som sa s tým nestretol a navyše SPP nie je obchodovaná spoločnosť.

V prípade obchodovaných spoločností je na výpočet  $\beta$  možné použiť nasledujúci vzorec:

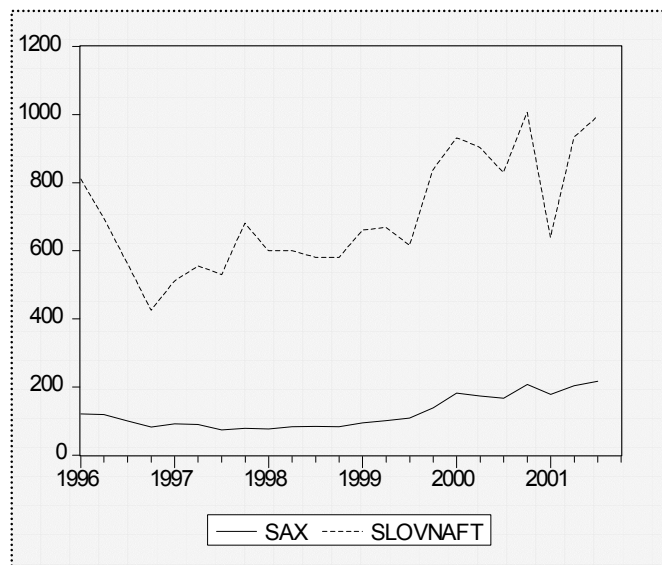
$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_a, r_M)}{\sigma_M^2} \quad (3.4)$$

kde  $r_a$  je výnosnosť daného aktíva (v našom prípade akcie podniku),  $r_M$  výnosnosť trhu (SAX) a  $\sigma_M^2$  je variancia výnosov trhu.

V prípade, že spoločnosť má hodnotu  $\beta$  blízku 1, znamená to silnú spriaznenosť s trhovým prostredím. V prípade nižších hodnôt je spoločnosť voči trhu defenzívna, v prípade vyšších agresívna. Ak je beta rovná 0, znamená to v podstate bezrizikovosť daného aktíva, ale takýto stav sa prakticky nevyskytuje. Teoreticky vládne dlhopisy (všeobecne považované za bezrizikové aktíva) by mali mať hodnotu  $\beta$  rovnú 0.

Aj pri použití tohoto postupu tu bol problém neobchodovateľnosti akcií SPP. Preto som za  $\beta$  musel dosadiť hodnotu vypočítanú pre Slovnaft, a.s. Slovnaft je jediný verejne obchodovaný slovenský podnik porovnateľnej veľkosti, pôsobiaci aspoň v príbuznom obore. Aj keď spektrum výrobkov a služieb poskytovaných spoločnosťou Slovnaft je neporovnateľne širšie ako pre SPP, rozhodol som sa hodnotu systémového rizika platného pre Slovnaft použiť aj v tomto prípade. Ostatne podobný bol údajne postup audítorskej spoločnosti CSFB, ktorí ale mali možnosť posúdiť hodnoty  $\beta$  pre viacero priemyselných odvetví na Slovensku vďaka neporovnateľne lepšiemu prístupu k informáciám.

Na nasledujúcom obrázku je vývoj indexu SAX v porovnaní s kurzom akcií Slovnaftu:



Obrázok 3.1: Vývoj ceny akcií Slovnaft a indexu SAX (1996-2001)

Je dobre vidieť pomerne silnú naviazanosť trhu a Slovnaftu, aj preto koeficient systematického rizika pre Slovnaft vyšiel rovný 1,13 . Tento istý koeficient som použil aj pre SPP, počas minulého aj počas budúceho obdobia. Za daného stavu slovenského akciového trhu a nedostupnosti potrebných a hlavne použiteľných dát som sa rozhodol pre túto možnosť.

S použitím kapitálovej štruktúry pre roky 1999-2001 a plánovanej cieľovej štruktúry kapitálu od roku 2002 som pre SPP vypočítal takéto hodnoty WACC:

Tabuľka 3.7: Kapitálová štruktúra a náklady kapitálu (v %)

	1999	2000	2001	2002
podiel cudzích zdrojov	28,30	33,70	31,20	30,00
podiel vlastného imania	66,70	65,00	67,70	69,00
bezriziková sadzba	8,60	8,40	8,30	8,30
trhová návratnosť	13,00	14,00	16,10	16,10
náklady na cudzí kapitál	7,90	8,00	7,60	8,00
náklady na vlastný kapitál	13,50	14,80	17,10	17,10
daňová sadzba	40	29	29	25
WACC	7,70	9,50	10,60	11,20

Hodnotu 11,2 %, platnú pre rok 2002, som potom použil pre celé obdobie prvej aj druhej fázy.

### **3.5 Predpoklady do budúcnosti**

Až do roku 2001 bola hlavným zdrojom ziskov medzinárodná preprava plynu, napriek klesajúcim objemom prepraveného plynu. Tento pokles sa dal predpokladať aj v blízkej budúcnosti, hlavne vďaka dokončeniu prvej vetvy plynovodu Jamal-Európa, ktorý smeruje z Ruska do Nemecka cez Ukrajinu a Poľsko. Analytici však predpovedajú zvýšený dopyt po plyne z východných zdrojov, teda aj napriek vážnej konkurencii sa dá očakávať zvýšenie objemov prepravovaných cez Slovensko. Vnútroštátny predaj a distribúcia plynu dlhodobo zaznamenávali prevádzkové straty. Predstavitelia SPP to pripisujú regulácii predajných cien plynu, ktoré boli počas celého sledovaného obdobia značne deformované a neodrážali reálnu situáciu na medzinárodnom trhu. Údajne najviac podhodnotené boli ceny plynu pre obyvateľstvo. Od roku 1997 začalo rozsiahle zvyšovanie cien, ktoré ale stále nedokázalo vykryť nárast nákupných cien. V roku 2002 bolo plánované 19%-né zvýšenie cien plynu pre veľko- a maloobderateľov, ale rast cien pre obyvateľstvo nebol plánovaný. Možno preto, lebo 2002 bol volebný rok. Predpokladal som ale ich ďalší rast v budúcnosti (čo sa aj potvrdilo). Preto som odhadoval pre najbližšie roky najvyšší (7,5 resp. 7 %-ný) rast prevádzkových príjmov, ktorý do konca doby prognózy postupne klesal (v súvislosti s liberalizáciou trhu a jeho postupným nasýtením) na 3,5 % v roku 2010. Číslo 7,5 % bolo odvodené od geometrického priemeru rastu príjmov za pozorované obdobie.

Hodnotu firmy som sa snažil odhadnúť z pohľadu potenciálneho kupca. Keďže od vstupu zahraničných partnerov sa podľa väčšiny analytikov očakávalo hlavne zníženie nákladov, predpokladal som v prvom roku prognózy pokles prevádzkových nákladov o 3 percentá a v druhom roku nárast len o 1 %. Neskôr som predpokladal vyšší rast nákladov, úmerný rastu nakúpených objemov plynu.

V roku 2008 má skončiť dlhodobý tranzitný a predajný kontrakt s Gazexportom. Podľa vyjadrení analytikov objemy nakúpeného plynu by sa nemali meniť, ale otázny je vývoj cien. Preto som v období 2007 – 2008 predpokladal nižší nárast príjmov a mierne zvýšenie nákladov. Od roku 2009 ale predpokladám ustálenie vývoja, pravdepodobne aj uzatvorenie novej dlhobovej zmluvy.

Čo sa týka vývoja príjmov a nákladov iných ako z operácií firmy, tieto bolo trochu obtiažnejšie odhadnúť. V rokoch 2000 a 2001 sa firma zbavila veľkej časti svojich investícií nesúvisiacich s plynárenskými aktivitami (napr. 10 %-ného podielu v spoločnosti Globtel), preto sa dal predpokladať pokles ziskov z finančných investícií. Zníženie nákladov som predpokladal aj v tejto oblasti, aj keď nie až také výrazné, pretože podstatnú časť finančných nákladov tvoria úroky z cudzieho kapitálu, ktorých pokles nebol reálny.

Čo sa týka mimoriadnych príjmov a nákladov, z dostupných informácií som nevedel odhadnúť ich budúci vývoj, preto som ich predpovedal viac-menej konštantné. Tieto ostatne predstavovali veľmi malý podiel v celkovej bilancii podniku.

V roku 2001 platila pre SPP 29 %-ná sadzba dane z príjmu, ktorá sa od roku 2002 mala zmeniť na 25 %. Na základe údajov dostupných do decembra 2001 som predpokladal 25 %-nú sadzbu aj do budúcnosti. V tej dobe sa ešte nedala predpovedať realizácia 19 %-nej rovnej dane.

Do roku 2001 SPP okrem dane z príjmu odvádza ešte osobitný odvod do štátneho rozpočtu. Táto prax mala od roku 2002 zaniknúť a rozdelenie zisku akcionárom sa v budúcnosti malo riadiť pravidlami bežne platnými pre akciové spoločnosti.



### 3.6 Prognóza do budúcnosti

Na základe spomínaných predpokladov plánovaný výkaz ziskov a strát na obdobie prvej fázy vyzerá takto (v mil. Sk):

*Tabuľka 3.8: Predpokladaný výkaz ziskov a strát (v mil. Sk)*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby z výrobnjej činnosti	68813	73974	79152	84693	90198	95610	99434	102915	107031
Ostatné prevádzkové výnosy	1404	1510	1615	1728	1841	1951	2029	2100	2184
<b>Prevádzkové výnosy celkom</b>	<b>70218</b>	<b>75484</b>	<b>80768</b>	<b>86422</b>	<b>92039</b>	<b>97561</b>	<b>101464</b>	<b>105015</b>	<b>109216</b>

Výrobná spotreba	46755	44214	43979	46469	49161	52111	56854	59921	62318
Osobné náklady	2458	2642	2827	3025	3221	3415	3551	3676	3823
Dane, poplatky a ostatné prevádzkové náklady	2809	3019	3231	3457	3682	3902	4059	4201	4369
Odpisy	4943	5380	5771	6206	6642	7040	7322	7578	7881
<b>Prevádzkové náklady celkom</b>	<b>56964</b>	<b>55255</b>	<b>55808</b>	<b>59156</b>	<b>62706</b>	<b>66468</b>	<b>71786</b>	<b>75375</b>	<b>78390</b>

Prevádzkový hospodársky výsledok	13253	20228	24960	27265	29333	31093	29678	29640	30826
----------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Finančné výnosy	5000	5995	7164	8540	10162	12093	14390	17125	20378
Finančné náklady	4400	5249	6252	7440	8853	10535	12537	14919	17754
Finančný hospodársky výsledok	600	746	912	1100	1309	1558	1853	2206	2625

Mimoriadny hospodársky výsledok	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
---------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

<b>Hospodársky výsledok pred zdanením</b>	<b>13753</b>	<b>20874</b>	<b>25772</b>	<b>28265</b>	<b>30542</b>	<b>32551</b>	<b>31432</b>	<b>31746</b>	<b>33350</b>
Daň z príjmov	3604	5471	6755	7407	8002	8526	8229	8307	8723

<b>Hospodársky výsledok po zdanení</b>	<b>10149</b>	<b>15403</b>	<b>19017</b>	<b>20858</b>	<b>22540</b>	<b>24024</b>	<b>23203</b>	<b>23439</b>	<b>24627</b>
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Dĺžku obdobia prvej fázy som zvolil 9 rokov. Predpokladal som, že po roku 2010 už budú akékoľvek problémy súvisiace s ukončením platnosti zmlúv s Gazexportom Moskva v roku 2008 eliminované a firma dosiahne ustálený stav.

### 3.7 Analýza hodnotových faktorov v budúcnosti

Rozbor miery návratnosti investovaného kapitálu spoločnosti Slovenský plynárenský priemysel za minulé obdobie potvrdil, že za posledné dva roky svojho fungovania SPP nevytváral skutočné hodnoty pre svojich vlastníkov. Jeho návratnosť investícií za tieto roky bola hlboko pod nákladmi kapitálu. Napriek tomu, po prijatí predpokladaných ozdravných opatrení, vedúcich k zvýšeniu tvorby hodnoty, SPP dosiahol návratnosť investovaného kapitálu vysoko nad svojimi nákladmi kapitálu. Pri pozorovaní vývoja návratnosti investícií vidíme, že ku koncu doby explicitnej prognózy sa ROIC skutočne viac-menej ustálil niekde medzi 19 a 20 percentami.

Miera investícií meria investície do nových príležitostí voči peňažnému príjmu vytváranému spoločnosťou. V prípade, že spoločnosť používa cudzí kapitál na financovanie súčasných investícií, môže byť miera investícií aj viac ako 100 %.

Čo sa týka miery nových investícií, nemohol som ju porovnať so staršími údajmi pre nekonzistenciu dát potrebných pre finančnú analýzu. Pri pohľade na očakávaný budúci vývoj ale opäť vidíme postupnú stabilizáciu miery nových investícií, čo upevnilo moju domnienku o správnosti zvolenej dĺžky prvej fázy, ako aj vývojového scenára. Vývoj miery nových investícií, ako aj návratnosti investovaného kapitálu, môžeme vidieť v tabuľke:

Tabuľka 3.9: Predpokladaný vývoj hodnotových faktorov (v %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC	13,90	19,30	21,90	22,50	22,70	22,70	20,30	19,50	19,60
miera nových investícií	58,10	32,80	32,10	28,80	33,90	27,50	20,90	19,20	21,70

### 3.8 Odhad hodnoty

Tabuľka 3.10: Výpočet voľného cash flow z operácií počas prvej fázy (v mil. Sk)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
EBIT	13253,2	20228,5	24959,8	27265,1	29333,1	31093,1	29678,1	29640,0	30825,6
Kapitálové výdavky	1945,1	4967,9	4441,5	4936,5	4952,0	4528,3	3200,0	2912,0	3444,5
Odpisy	4943,3	5380,5	5771,3	6205,8	6641,5	7040,0	7321,6	7577,9	7881,0
Zmena pracovného kapitálu	3669,4	869,2	319,6	214,9	365,9	948,8	670,5	610,1	721,7
Operačný cash flow	12582,1	19771,9	25970,1	28319,4	30656,7	32656,0	33129,2	33695,7	34540,4
Daňová sadzba	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Dane z EBIT	3313,3	5057,1	6240,0	6816,3	7333,3	7773,3	7419,5	7410,0	7706,4
Odložená daň	331,3	505,7	624,0	681,6	733,3	777,3	742,0	741,0	770,6
Zmena v odložených daniach	-165,7	-252,9	-312,0	-340,8	-366,7	-388,7	-371,0	-370,5	-385,3
Upravená daň	3479,0	5310,0	6551,9	7157,1	7699,9	8161,9	7790,5	7780,5	8091,7
Voľný cash flow	9103,1	14462,0	19418,1	21162,3	22956,8	24494,1	25338,7	25915,2	26448,7

Následne výpočet hodnoty operácií podniku počas prvej fázy:

Tabuľka 3.11: Hodnota prevádzkového voľného cash flow (v mil. Sk)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
cash flow	9103,1	14462,0	19418,1	21162,3	22956,8	24494,1	25338,7	25915,2	26448,7
odúročiteľ	1,112	1,2365	1,375	1,529	1,7003	1,8907	2,1025	2,338	2,5998
hodnota diskontovaného cash flow	8186,2	11695,5	14121,9	13840,2	13501,7	12954,8	12051,8	11084,5	10173,3

Po sčítaní je hodnota operácií počas prvej fázy 107 609,9 mil. Sk.

Trvalú hodnotu som počítal podľa vzorca rastu voľného cash flow, pričom som predpokladal 3,5%-ný rast. Po dosadení

$$CV = 355\,511,6 \text{ mil.}$$

Diskontovaná trvalá hodnota dosiahla výšku 136 744,8 miliónov.

Celková hodnota operácií bola 244 354,6 mil. Sk.

Hodnotu neoperatívnych aktív (finančných a mimoriadnych príjmov) som počítal takisto metódou diskontovaných cash flow. Ich súhrnná hodnota vyšla 39 178,95 mil. Sk.

V súčte hodnota podniku bola rovná 283 533,55 mil. Sk.

Na určenie hodnoty vlastného kapitálu je od hodnoty podniku potrebné odrátať hodnotu cudzieho kapitálu. Pri odhadovaní tejto som pre krátkodobý dlh (splatný do jedného roka) predpokladal, že jeho účtovná hodnota je zhodná so skutočnou. Pri odhade skutočnej hodnoty (fair value) dlhodobého dlhu som sa riadil odhadmi z audítorských správ priložených k niektorým výročným správam. Podľa týchto skutočná hodnota dlhodobých dlhov je založená na odhadoch budúcich peňažných tokov pre veriteľov, diskontovaných pomocou úrokovej miery, ktorú by bolo možné získať v deň zostavenia účtovnej uzávierky (31. december 2001; K tomuto dňu som zostavoval aj ocenenie.).

Hodnotu cudzieho kapitálu som teda odhadol na úrovni 27 443,2 mil. Sk.

Po odrátaní hodnota vlastného kapitálu je 256 090,35 mil. Sk.

Hodnota 49%-ného podielu je potom 125 484,27 mil. Sk.

Teda

hodnota operácií	244 354,6 mil.
+ hodnota neoperatívnych príjmov	39 178,95 mil.
<b>hodnota podniku</b>	<b>283 533,55 mil.</b>
- hodnota cudzieho kapitálu	27 443,2 mil.
<b>hodnota vlastného kapitálu</b>	<b>256 090,35 mil.</b>
z toho <b>hodnota 49 %-ného podielu</b>	<b>125 484,27 mil.</b>

### 3.9 Analýza citlivosti a kontrola výsledkov

Samozrejme, hodnota spoločnosti je veľmi citlivá na rôzne parametre. Rozdiel v odhade nárastu príjmov o jedno percento môže zmeniť výsledok o miliardy. Tu bol pravdepodobne zdroj veľkého rozptylu odhadov rôznych analytikov a politikov o minimálnej cene predávaného podielu. Ja za najproblematickejší považujem odhad nákladov kapitálu, hlavne kvôli ťažko predvídateľnému vývoju pohyblivých úrokových sadzieb, ako aj výmenných kurzov slovenskej koruny a svetových mien. Pri odhadoch ostatných veličín som si istejší. Hlavne preto, lebo ich správnosť som si potvrdil z viacerých zdrojov. Nasledujúca tabuľka ukazuje, ako sa mení hodnota podniku v závislosti od zmien nákladov kapitálu:

Tabuľka 3.12: Analýza citlivosti hodnoty firmy vzhľadom na WACC (v mil. Sk)

WACC	10%	11,2%	12%
hodnota podniku	331446,0	283533,6	259143,3
hodnota vlastného imania	304002,8	256090,4	231700,1

Čo sa týka odhadov o raste cash flow, prípadne nezdaneného zisku, ako aj celkovej hodnoty spoločnosti (resp. 49 %-ného podielu):

V časopise Trend z dňa 27.5. 2003 skutočne zaplatená suma za 49 % akcií SPP bola 2,7 mld. USD, čo v deň uzavretia transakcie (11.7. 2002) predstavovalo 120,96 mld. Sk. V januári 2003 bolo ešte doplatených 65 mil. USD (2,6 mld. SK) ako kurzovú stratu. Ja som ocenenie prevádzal ku dňu 31.12. 2001. Vtedy bol kurz dolára ku slovenskej korune asi 48,5 Sk/USD. Teda 2,7 miliardy USD by predstavovalo asi 130,95 mld. Sk. To bola aj pôvodná hodnota ocenenia stanovená CSFB. Dolár ale v priebehu roka 2002 voči korune oslaboval a v júli priemerný kurz klesol pod úroveň 45 USD/Sk. To samozrejme znížilo korunovú hodnotu zaplatenej sumy. Môj odhad sa od pôvodného, ako aj od skutočne zaplatenej sumy líši len cca o 5 mld. Sk, čo vzhľadom na informácie, aké som mal k dispozícii, považujem za veľmi dobré priblíženie skutočnosti.

Podľa údajov Trendu z dňa 5.4. 2002 sa uvádza: „Pri hodnotení vychádzal CSFB z predpokladu, že SPP dosiahne budúci medziročný nárast 3,5 %. V roku

2011 by mal zisk SPP pred zdanením dosiahnuť 32 mld. Sk, zatiaľ čo v roku 2001 to bolo 5,9 mld. Sk.“ Z tohoto, ako aj z iných faktov spomínaných v článku je možné si všimnúť viac vecí. Za prvé, CSFB predpokladal v budúcnosti (od roku 2011) 3,5 %-ný rast, rovnako ako som predpokladal aj ja. Za tretie, odhad zisku pred zdanením je síce vyšší, ako by vyšiel mene, ale nie až tak výrazne. CSFB pravdepodobne predpokladal rýchlejšie spomaľovanie rastu počas prvej fázy.

Ako posledné uvediem porovnanie predpokladaného a skutočného výkazu ziskov a strát z roku 2002, získaného z výročnej správy za tento rok:

*Tabuľka 3.13: Porovnanie predpokladaných a skutočných hospodárskych výsledkov za rok 2002 (v mil. Sk)*

	predpoklad	skutočnosť
Tržby z výrobnnej činnosti	68813	69978
Ostatné prevádzkové výnosy	1404	1653
<b>Prevádzkové výnosy celkom</b>	<b>70218</b>	<b>71631</b>
Výrobná spotreba	46755	45742
Osobné náklady	2458	2782
Dane, poplatky a ostatné prevádzkové náklady	2809	2586
Odpisy	4943	5059
<b>Prevádzkové náklady celkom</b>	<b>56964</b>	<b>56169</b>
<b>Prevádzkový hospodársky výsledok</b>	<b>13253</b>	<b>15462</b>
Finančné výnosy	5000	4352
Finančné náklady	4400	4082
<b>Finančný hospodársky výsledok</b>	<b>600</b>	<b>270</b>
<b>Mimoriadny hospodársky výsledok</b>	<b>-100</b>	<b>-3147</b>
<b>Hospodársky výsledok pred zdanením</b>	<b>13753</b>	<b>12585</b>
Daň z príjmov	3428	3895
<b>Hospodársky výsledok po zdanení</b>	<b>10325</b>	<b>8690</b>

Ako vidno, v odhade prevádzkových ziskov som bol príliš opatrný, kým v odhade finančného a hlavne mimoriadneho hospodárskeho výsledku naopak

veľmi optimistický. Veľkú stratu v mimoriadnych položkách má za následok hlavne prehodnotenie účtovníctva a rozpúšťanie opravných položiek. V celkovom dôsledku som nakoniec zisk pred zdanením odhadol o 1,168 mld. vyšší.

## ZÁVER

Vo svojej diplomovej práci som mal dva hlavné ciele. Prvým z nich bolo overiť možnosti použitia metódy diskontovaných cash flow v slovenských podmienkach, druhým bolo overiť výšku sumy, za ktorú bol predaný podiel v štátnom podniku Slovenský plynárenský priemysel.

Čo sa týka prvého cieľa, myslím, že použiteľnosť metódy bola dokázaná. Hlavným problémom pre mňa bola slabá dostupnosť alebo nedostatočná kvalita potrebných údajov. V západnom svete je bežné (a častokrát zákonom dané) zverejňovať veľkú väčšiu potrebných informácií, či už vo výročných správach, alebo na internete. Ja som musel mnoho údajov len odhadovať. Napríklad z konsolidovaných účtovných výkazov, platných pre celú skupinu dcérskych a spriaznených spoločností s SPP, alebo z účtovných výkazov porovnateľných spoločností, ako napríklad Slovnaft, a.s. Toto samozrejme znižuje preukaznosť vypočítaných údajov. Takisto malý rozsah slovenského akciového trhu bol pomerne veľkou prekážkou. Je ale možné, že našou integráciou do európskych štruktúr a s ňou súvisiacimi legislatívnymi zmenami, ako aj zmenami trhového prostredia, sa toto zmení a dostupnosť údajov sa zvýši. V takom prípade sa pravdepodobne metóda diskontovaných cash flow stane bežnou aj u nás.

Mnou odhadnutá predajná cena 49 %-ného podielu sa od skutočne zaplatenej líšila len o asi 4,5 miliardy. V každom prípade môj odhad bol skutočnosti výrazne bližšie, ako odhady zaznievajúce z mnohých strán tesne pred predajom podielu. Tie hovorili o hodnote od 90 až do 200 miliárd. Preto si myslím, že aj svoj druhý cieľ som úspešne splnil.



### **Použitá literatúra:**

1/ Copeland, T., Koller, T., Murrin J.: *Stanovení hodnoty firem*. Vydavatel'stvo Victoria Publishing, a. s., Praha

2/ Vlachynský, K. a kolektív: *Finančný manažment*. ELITA, ekonomická literárna agentúra, Bratislava 1993

3/ Janok, M. a kolektív: *Základy finančnej analýzy firmy*. Vydavatel'stvo MIKA-Conzult, Bratislava 1997

4/ Pašková, E: *Ohodnocovanie firiem pri fúzii a akvizícii*. Diplomová práca, FMFI UK 2003

5/ Švančarová, L: *Určenie hodnoty firmy*. Diplomová práca, FMFI UK 2002

6/ Štubňová, S: *Teória oceňovania firmy*. Diplomová práca, FMFI UK 2002

7/ Slovenský plynárenský priemysel: Výročné správy za roky 1995 až 2002

8/ Slovnaft: Výročná správa za rok 2002

*Príloha 1: SPP, historické súvahy (v mil. Sk):*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Stále aktíva	28873	34141	42506	50603	57909	59133	62747	59991
Hmotný investičný majetok	26133	31153	37885	44172	49341	52807	55360	54229
Nehmotný investičný majetok	127	181	177	413	1123	1972	1934	1766
Finančné investície	2613	2807	4444	6018	7445	4354	5453	3996
Obežné aktíva	10108	10299	12100	15241	13384	19710	18100	16898
Zásoby	2728	2435	3025	3713	3112	3278	7181	6133
Krátkodobé a dlhodobé pohľadávky	5242	4267	6214	6201	7881	9231	7107	6192
Finančný majetok	2138	3597	2861	5327	2391	7201	3812	4573
Ostatné aktíva	1621	2285	2367	3312	5005	7264	6293	7430
<b>Aktíva celkom</b>	<b>40602</b>	<b>46725</b>	<b>56973</b>	<b>69156</b>	<b>76298</b>	<b>86107</b>	<b>87140</b>	<b>84319</b>
Vlastné imanie	34182	40554	47538	50812	52399	57461	56629	57086
Základné imanie	17152	17175	17201	17192	17206	17208	17196	52288
Ostatné kapitálové fondy	19	19	20	-63	-63	1110	1358	85
Zákonný rezervný fond	1716	7718	14076	14076	14076	14076	14076	9234
Ostatné fondy tvorené zo zisku	45	26	32	4	3	2	7	0
Hospodársky výsledok minulých rokov	8929	9148	8805	16144	19503	20967	24810	0
Hospodársky výsledok bežného obdobia	6321	6468	7404	3459	1674	4098	-818	-4521
Cudzie zdroje	5896	6048	9156	18032	23095	24340	29391	26309
Rezervy	29	98	111	409	1533	1807	1479	892
Krátkodobé a dlhodobé záväzky	4589	4258	5609	7768	10191	7984	11097	11872
Bankové úvery	1278	1692	3436	9855	11371	14549	16815	13545
Ostatné pasíva	524	123	279	312	804	4306	1120	924
<b>Pasíva celkom</b>	<b>40602</b>	<b>46725</b>	<b>56973</b>	<b>69156</b>	<b>76298</b>	<b>86107</b>	<b>87140</b>	<b>84319</b>

Príloha 2: SPP, historické výkazy ziskov a strát (v mil. Sk):

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Tržby z výrobnéj činnosti	34982	36727	40194	42372	43147	50328	59555	64070
Ostatné prevádzkové výnosy	181	302	689	1102	1142	1353	2179	1291
<b>Prevádzkové výnosy celkom</b>	<b>35162</b>	<b>37029</b>	<b>40885</b>	<b>43476</b>	<b>44290</b>	<b>51683</b>	<b>61737</b>	<b>65361</b>
Výrobná spotreba	18851	20211	23862	27683	25006	26976	45114	50446
Osobné náklady	963	1146	1353	1581	1850	2034	2188	2568
Dane, poplatky a ostatné prevádzkové náklady	391	764	1540	1150	1703	2639	4651	3211
Odpisy	1187	1579	2212	2960	3603	4227	4644	5027
<b>Prevádzkové náklady celkom</b>	<b>21392</b>	<b>23700</b>	<b>28867</b>	<b>33374</b>	<b>32162</b>	<b>35876</b>	<b>56597</b>	<b>61252</b>
<b>Prevádzkový hospodársky výsledok</b>	<b>13770</b>	<b>13332</b>	<b>12018</b>	<b>10102</b>	<b>12128</b>	<b>15807</b>	<b>5140</b>	<b>4109</b>
Finančné výnosy	3763	8017	7470	3656	4719	5026	7892	8125
Finančné náklady	4281	7741	5580	4126	8216	8119	8585	6349
Finančný hospodársky výsledok	-518	276	1890	-470	-3497	-3093	-693	1776
Mimoriadne výnosy	63	106	43	143	18	82	139	168
Mimoriadne náklady	62	393	160	130	75	433	171	141
Mimoriadny hospodársky výsledok	1	-287	-117	13	-57	-351	-32	27
Hospodársky výsledok pred zdanením	13253	13321	13791	9645	8574	12363	4415	5912
Daň z príjmov	6932	6853	6387	4186	4900	6201	1933	1326
<b>Hospodársky výsledok po zdanení</b>				<b>5459</b>	<b>3674</b>	<b>6162</b>	<b>2482</b>	<b>4586</b>
Osobitný odvod do štátneho rozpočtu				2000	2000	2064	3300	4182
<b>Hospodársky výsledok po zdanení a osobitnom odvode</b>	<b>6321</b>	<b>6468</b>	<b>7404</b>	<b>3459</b>	<b>1674</b>	<b>4098</b>	<b>-818</b>	<b>404</b>