

# Modelovanie vývoja hodnoty podniku a reporting

*Cyklos článkov "Nástroje controllingu v rukách controlléra a manažéra"*

Doc. Ing. Peter Gallo, CSc. - Fakulta manažmentu PU v Prešove

## Abstrakt

Príspevok sa zaoberá modelovaním hodnoty vývoja podniku a možnosťami jeho zobrazenia formou reportu. Obsahovo je zameraný no problémy výpočtu podľa rôznych výpočtových metód. Na základe nich je možné simulovať vývoj hodnoty tak, aby manažéri mali možnosť analyzovať faktory, ktoré najviac vplývajú na jeho rast a tie svojim aktívnym jednaním ovplyvňovať. Popísané sú tu vstupné parametre, ktoré je potrebné poznať pre vytvorenie modelu tvorby hodnoty podniku. Na základe nich je možné vytvoriť interaktívny model s interpretáciou výsledkov. Poznať hodnotu podniku a jej vývoj možno považovať za kľúčový ukazovateľ efektívnosti jeho riadenia a pre TOP manažérov podniku má nezastupiteľnú úlohu.

## Kľúčové slová

hodnota podniku, DFCF, Economic Value Added, metódy hodnotenia, benchmarking, controlling, podnikateľská hodnota

## Vytvorenie manažérskeho reportu hodnoty podniku

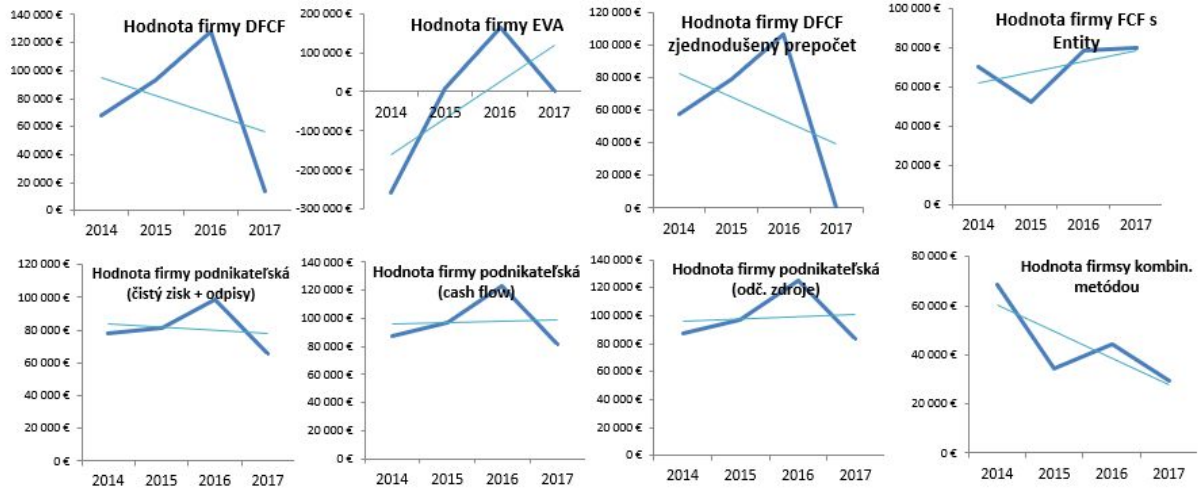
Veľmi dôležitým ukazovateľom, ktorý zaujíma primárne majiteľov a TOP manažérov podniku je jeho hodnota. Tento ukazovateľ je zároveň aj TOP ukazovateľom, ktorý vyjadruje efektívnosť riadenia. Vytvoriť report, ktorý by túto informáciu poskytol a monitoroval jej vývoj v čase je pomerne náročné. Pri jeho zostavení je potrebné poznať techniky výpočtu hodnoty podniku a následne navrhnuť výstupný dashboard. Keďže existuje niekoľko postupov výpočtu hodnoty je vhodné, ak sa prepočíta hodnota podľa rôznych známych metód.

Príklad report, ktorý je vhodný pre riadenie podniku a vyjadruje jej vývoj v čase, je uvedený na obrázku 1. V tomto reporte je zobrazený model výpočtu hodnoty podniku v jednotlivých časových obdobiach.

Obdobie, za ktoré je vhodné vyhodnotiť hodnotu podniku je 1 rok. Ak by ale podnik prešiel na bilančné hodnotenie vo výkaze ziskov a strát, vhodným obdobím by bol interval polročný, resp. štvrtročný. Manažér alebo majiteľ sa dozvie o hodnote podniku skôr. To mu umožní efektívnejšie rozhodovať o ďalšom smerovaní podniku. Ide tu o pomerne jednoduchú úpravu dokumentov s vysokým efektom pre riadenie.

**Obrázok 1 - Vývoj hodnoty podniku**

Metóda / položka	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hodnota firmy DFCF				67 994 887	93 122 156	128 169 423
Hodnota firmy EVA				-257 239 310	7 443 961	165 162 616
Hodnota firmy DFCF zjednodušený prepočet				57 441 973	79 404 202	106 732 355
Hodnota firmy FCF s Entity				70 206 014	52 026 840	78 587 615
Hodnota firmy podnikateľská (čistý zisk)				39 881 756	47 160 865	71 760 738
Hodnota firmy podnikateľská (čistý zisk + odpisy)				77 804 507	81 658 813	98 672 459
Hodnota firmy podnikateľská (cash flow)				87 575 835	96 825 500	123 205 536
Hodnota firmy podnikateľská (odč. zdroje)				87 575 835	97 478 736	124 702 403
Hodnota firmy kombin. metódou				68 731 929	34 439 866	44 088 995



Zdroj: vlastné spracovanie

Z obrázku 1 je zrejmé, že hodnoty podniku podľa rôznych metód výpočtu sa rôznia. Z praktického hľadiska je vhodné rozhodnúť sa pre jednu z nich a tú využívať v manažérskom reporte. Ako za najvhodnejšiu metódu pre potreby efektívneho riadenia podniku možno považovať metódu výpočtu hodnoty podniku formou diskontovaného voľného cash flow. Táto metóda je zároveň v procese riadenia najpoužívanejšia. Výhodou tejto metódy je, že sa sústreďuje na budúcnosť podniku a manažér tu môže ovplyvňovať jeho budúcnosť a zároveň si simulovať aj dopad svojich rozhodnutí. Vhodnou metódou, ktorá zohľadňuje aj aspekt budúcnosti je tiež metóda výpočtu hodnoty podniku na báze ukazovateľa Economic Value Added - EVA.

### Charakteristika metód pre výpočet hodnoty podniku

Hodnotu podniku možno považovať za jeden zo základných ukazovateľov pre hodnotenie jeho výkonnosti. Ak táto hodnota rastie, znamená to, že podnik sa rozvíja, ak klesá, podnik stráca svoju hodnotu a výkonnosť klesá.

Ak začneme z tohto pohľadu sledovať aj vývoj tržieb a zisku, môžeme pomerne ľahko analyzovať aj jeho životný cyklus a urobiť potrebné rozhodnutia. Životný cyklus a rast / poles hodnoty podniku potom možno zapracovať do 4-políčkového portfólia životného cyklu a tak sa dopracujeme ku kvalitnejšiemu dashboardu pre hodnotenie výkonnosti podniku.

Hodnotu podniku možno vypočítať rôznymi metódami. Medzi najznámejšie patrí:

- Výpočet hodnoty podniku prostredníctvom diskontovaného cash flow - DFCF.
- Výpočet cez ekonomickú pridanú hodnotu EVA.
- Výpočet cez free Cash Flow s entity.
- Výpočet cez jeho podnikateľskú hodnotu na báze zisku, resp. podnikateľskú hodnotu vypočítanú ako zisk a odpisy, alebo výpočet cez cash flow.
- Výpočet kombinovanou metódou.

Existujú aj ďalšie metódy, ktoré umožnia vypočítať hodnotu podniku. Možno ale povedať, že pri rozhodovaní o kúpe a predaji je dôležité aj to, koľko je ochotný kupujúci za podnik zaplatiť a koľko je pre predávajúceho ešte akceptovateľná hodnota.

V tejto súvislosti vystupuje pri stanovení hodnoty ešte jeden dôležitý faktor jeho hodnoty a to je generálny manažér (riaditeľ, majiteľ, TOP manažment), ktorý podnik riadi. Ak je napríklad hodnota podniku nulová a dosadíte tam excelentného manažéra, jeho hodnota sa vráti do čísel, ktoré dosahoval v minulosti, prípadne budú ešte lepšie. Ak však v dobrom podniku máte zlý manažment, ktorý ho riadi, jeho hodnota postupne klesá a aj pri dobrej investícii podnik môže skončiť v konkurze. Možno teda povedať, podnik má obyčajne takú hodnotu ako TOP manažment, čo ho riadi. To si dodnes neuvedomujú ani majitelia firiem. To je zároveň aj dôvodom, prečo sú mnohé podniky alebo aj štátne organizácie, či samotný štát a jeho rezorty neúspešné.

## Popis metód hodnotenia

Medzi najpoužívanejšie metódy hodnotenia podniku možno zaradiť tieto metódy:

- **Diskont. free cash flow.** Metóda využíva k stanoveniu hodnoty podniku EBIT, ktorý sa zdaňuje a na základe neho sa počíta voľný cash flow, ktorý sa následne diskontuje. Následne sa počíta čistá súčasná hodnota NPV. Diskontnú sadzbu počíta ako náklady na kapitál WACC. Na základe vstupných údajov sa počíta obyčajne vecná renta v 5. roku na základe ktorej sa stanoví hodnota podniku. V niektorých postupoch je možné miesto 5. roka použiť aj 4. rok.
- **Economic Value Added - EVA.** Metóda využíva k stanoveniu hodnoty podniku výsledok z hospodárskej činnosti. Využíva priemernú mieru nákladov na kapitál. Pri tejto metóde obyčajne používame hodnotu 5% na základe ktorej sú posudzované aj europrojekty. Ak túto sadzbu časom nemeníme, môžeme lepšie porovnávať hodnotu podniku v čase na základe predovšetkým interného prostredia, predaja a nákupu a extrahuje ho od vplyvu bánk. Touto rovnakou sadzbou dosiahneme porovnatelnosť údajov v rámci podniku i medzi podnikmi. Na základe nej počítame náklady na

kapitál, ktoré odpočítavame od výsledku z hospodárskej činnosti. Pri výpočtoch odporúčame použiť ako hospodársky výsledok EBIT.

- **DFCF zjednodušený prepočet.** Zjednodušený prepočet uvažuje s cash flow, diskontnou sadzbou a rastom cash flow. Tento výpočet je menej presný. Odporúčame ho použiť pre orientačný výpočet, môže však vykazovať pomerne veľké odchýlky.
- **Free cash flow s entity.** Metóda využíva pri výpočtoch EBIT, odpisy, rezervy a opravné položky. Pri spresnenom výpočte je možné použiť aj investície do zásob, nedokončenej výroby a nehmotného a hmotného majetku. Na základe týchto údajov sa počíta voľný cash flow. Na ich základe sa vypočítajú odčerpateľné zdroje, urobí sa vecná renta v 5. príp. 4. roku a následne sa vypočíta hodnota podniku.
- **Podnikateľská hodnota na báze zisku.** Metóda využíva pri výpočtoch EBIT po zdanení, odpisy a investície. Pri výpočtoch sa využije zisk a na jeho základe sa stanoví hodnota podniku.
- **Podnikateľská hodnota zisk + odpisy.** Metóda využíva pri výpočtoch EBIT po zdanení odpisy a investície. Pri výpočtoch sa využije zisk a odpisy a na základe nich sa stanoví hodnota podniku.
- **Podnikateľská hodnota z cash flow.** Metóda využíva pri výpočtoch EBIT po zdanení, odpisy a investície. Vypočíta sa cash flow a na základe neho sa stanoví hodnota podniku.
- **Podnikateľská hodnota z odčerpaných zdrojov.** Metóda využíva pri výpočtoch EBIT, odpisy, rezervy a opravné položky. Pri spresnenom výpočte je možné použiť aj investície do zásob, nedokončenej výroby a nehmotného a hmotného majetku. Na základe týchto údajov sa počíta voľný cash flow. Na ich základe sa vypočítajú odčerpateľné zdroje, urobí sa vecná renta v 5. príp. 4. roku a následne sa vypočíta hodnota podniku.
- **Kombinovaná metóda.** Metóda využíva hodnotu podniku stanovenú podnikateľskou a majetkovou metódou. Využíva korigujúce hodnoty a to pre podnikateľskú a majetkovú hodnotu firmy a pre hodnotu akcie. Následne počíta hodnotu burzovým prístupom, podnikateľskou metódou a majetkovou metódou a na základe nich stanovuje hodnotu kombinovanú.

Ako vstupné hodnoty sa používajú základné dokumenty výkazníctva a to výkaz ziskov a strát a súvaha. V prípade, že používame metódy orientované do budúcnosti použijeme plán ziskov a strát a plánovanú súvahu (bilanciu).

Základné metódy pre výpočet sú uvedené v tabuľke 1. Tabuľka 1 uvádza možnosti výpočtu hodnoty podniku podľa týchto metód vrátane výpočty hodnoty vlastného imania a podielu cudzích zdrojov.

Tabuľka 1 Príklad výpočtu hodnoty podniku

Metóda výpočtu	Hodnota podniku	Hodnota vlast. imania
Diskont. free cash flow	3 335 239 €	79 848 €
Economic Value Aded	16 643 630 €	398 459 €
DFCF zjednodušený prepočet	- €	- €
Free cash flow s entity	13 616 564 €	325 989 €
Podn. hodnota na báze zisku	11 244 080 €	269 190 €
Pod. hod. zisk + odpisy	11 701 835 €	280 149 €
Podn. hodn. z cash flow	13 143 461 €	314 662 €
Podn. hod. z odčerp. zdrojov	3 335 239 €	79 848 €
Kombinovaná metóda	6 762 347 €	161 895 €
Priemerná hodnota	8 864 711 €	212 227 €
Min. hodnota firmy	- €	- €
Max. hodnota firmy	16 643 630 €	398 459 €

Zdroj: *vlastné spracovanie*

Pri prepočtoch hodnoty podniku je potrebné uvažovať v súčasnosti s 22 % sadzbou dane a ďalšími špecifikovanými faktormi, ktoré odpovedajú jednotlivým metódam. Niekedy je vhodné sledovať odchýlky vo výpočtoch podľa jednotlivých metód a monitorovať príčiny ich vzniku. Na tieto príčiny alebo faktory primárne potom sústrediť svoju pozornosť.

Základnými vstupnými údajmi pre prepočet sú výnosy, náklady, EBIT, EBIT po zdanení, odpisy, hodnota vlastného imania, hodnota cudzích zdrojov. Na základe čistého zisku a odpisov počítame Cash Flow, s využitím diskontného faktoru sa pri výpočte hodnoty podniku používa diskontovaný Cash Flow.

Príklady výpočtu hodnoty podniku na základe týchto vstupných údajov za jednotlivé roky vidíte na obrázku 2 a v tabuľke 2. Vstupy, ktoré potrebujeme pre výpočet podľa jednotlivých metód zahrňujú okrem spomenutých položiek aj výpočet nákladov na vlastný a cudzí kapitál v percentách. Súčtom dostávame náklady na celkový kapitál. Pri výpočtoch sa tiež zohľadňujú investície do majetku alebo zásob, prípadne nedokončenej výroby. V prípade použitia metodiky EVA využívame výšku rizikové prirážky.

Ďalej vo výpočtoch je potrebné uvažovať s tempom rastu cash flow, rezervami a opravnými položkami. Pri podrobnejšom výpočte hodnoty podniku potrebujeme taktiež zohľadniť vyplatené dividendy, počet akcií prípadne veľkosť predávaného podielu. Samozrejme, jednotlivé položky výpočtu sa využívajú pre potreby tej ktorej metódy pre stanovenie hodnoty podniku.

Dĺžka časového obdobia, na ktoré sa obyčajne realizujú výpočty býva obyčajne 4 roky. Vo štvrtročnom intervale následne robíme postupne výpočet hodnoty za jednotlivé roky a sledujem trend jej vývoja.

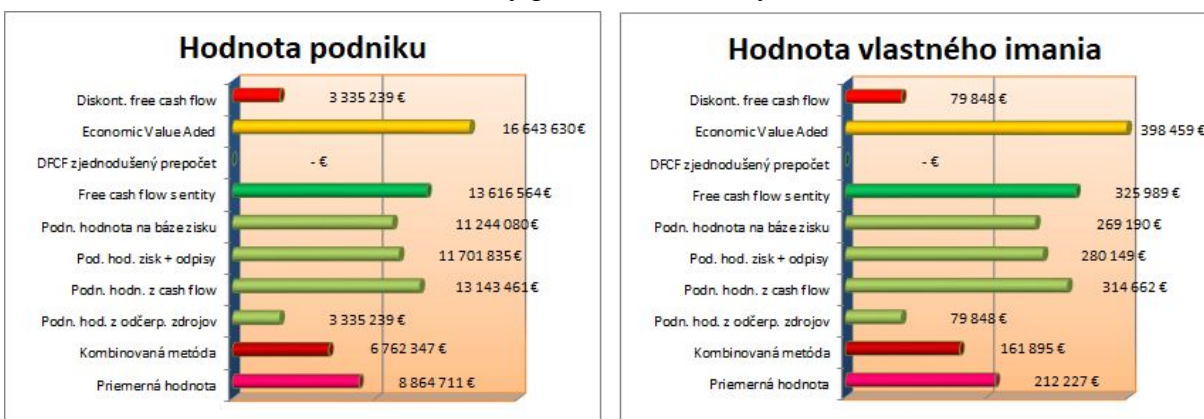
**Tabuľka 2** Základné vstupné údaje pre prepočet hodnoty podniku

Základné vstupné údaje pre prepočet

Položka	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Výnosy	16 257 364	25 509 395	31 076 466	40 450 462	31 383 268	0
Náklady	15 335 010	24 599 115	30 181 110	39 532 066	31 340 198	0
EBIT	922 354	910 280	895 356	918 396	43 070	0
EBIT po zdanení	747 107	737 327	725 238	743 901	33 164	0
Odpisy	364 701	0	0	165 176	264 477	0
Kapitál	17 386 092	17 436 005	18 643 838	22 754 095	22 070 080	0
Hodnota vl. imania	147 474	171 948	1 297 593	1 300 476	528 371	0
Hodnota cudzích zdrojov	17 238 618	17 264 057	17 346 245	21 453 619	21 541 709	0
Voľný cash flow	1 111 808	737 327	725 238	909 077	297 641	0
Diskontovaný cash flow	1 058 865	668 777	626 488	747 900	233 209	0

Zdroj: vlastné spracovanie

**Obrázok 2** Grafické zobrazenie hodnoty podniku a hodnoty vlastného imania



Zdroj: vlastné spracovanie

## Záver

Výpočet hodnoty podniku je dôležitý nástroj pre posúdenie jeho výkonnosti a stanovenie úspešnosti jeho riadenia. Na základe neho je vhodné riešiť aj efektívnosť jeho manažovania. Podnik, ktorého hodnota neustále klesá, je zrejme neefektívne riadený a malo by sa uvažovať, čo je toho dôvodom.

Uvedené výpočty boli realizované programom EIS\_hodnota.xls. Bližšie o tomto programe sa dozviete na stránke [www.dominanta.sk/eLearning.htm](http://www.dominanta.sk/eLearning.htm), kde je video s jeho prezentáciou a postupom výpočtu aj komentárom.

## **Použitá literatura a dokumenty**

GALLO, P. 2017. EIS - výpočet hodnoty podniku. Program pre výpočet hodnoty podniku. Dominanta.

ESHENBACH, R., SILLER, H. 2009. Profesionální controlling. Koncepce a nástroje. Wolters Kluwer. s. 381. ISBN 978-80-7357-918-0

REZÁČ, J. 2009. Moderní management. Brno, Computer Press, s. 397. ISBN 978-80-251-1959-4

JAKUBEC, M., KARDOŠ, P., 2016. Riadenie hodnoty podniku. Wolters Kluwer, s. 284. ISBN 978-80-8168-460-9

JAKUBEC, M., KARDOŠ, P., KUBICA, M. 2015. Riadenie hodnoty podniku. Zbierka príkladov. Wolters Kluwer, s. 230. ISBN 978-80-8168-141-7