Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra financí a oceňování podniku

studijní obor: Finance a oceňování podniku



Ocenění podniku

Baliarne obchodu, a.s. Poprad

Autor diplomové práce: Bc. Lukáš Matejovie

Vedoucí diplomové práce: Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D.

Rok obhajoby: 2019

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že diplomovú prácu na tému „Ocenění podniku Baliarne obchodu, a.s. Poprad“ som vypracoval samostatne a všetku použitú literatúru a ďalšie pramene som riadne označil a uviedol v priloženom zozname.

V Prahe dňa

podpis

Poďakovanie

Rád by som touto cestou poďakoval vedúcej mojej práce, Ing. Barbora Rýdlová, Ph.D., za odborné vedenie, cenné rady a podnetné pripomienky, ktoré mi pri spracovaní diplomovej práce veľmi pomohli.

Abstrakt

Táto diplomová práca sa zaoberá ocenením podniku Baliarne obchodu, a.s. Poprad. Cieľom práce je odhad trhovej hodnoty vybraného podniku k dátumu ocenenia 1.1.2018 pre vopred neurčeného kupujúceho. Práca je štrukturovaná do 6 hlavných kapitol. Začína informáciami potrebnými k oceneniu podniku a informáciami o podniku. Ďalej nasleduje finančná a strategická analýza, na ktorú nadväzuje analýza generátorov hodnoty a finančný plán. Posledná časť práce obsahuje samotné ocenenie podniku pomocou primárnej metódy ocenenia - DCF Equity a použitia parametrického vzorca. Ako sekundárna metóda, k vymedzeniu hraničných hodnôt ocenenia, je použitá metóda trhových multiplikátorov.

Klíčová slova: Baliarne obchodu Poprad, ocenenie podniku, DCF Equity, finančná analýza, strategická analýza, generátory hodnoty, finančný plán

Abstract

The diploma thesis deals with a valuation of the company Baliarne obchodu, a.s. Poprad. The main goal is to estimate market value of Baliarne obchodu, a.s. Poprad for an unspecified buyer as at 1 January 2018. The thesis is structured into 6 main chapters. It starts with necessary information needed to value a business and brief description of the company. This is followed by a financial and strategic analysis, analysis of value drivers and a financial plan. The last part of the thesis contains valuation of the company by the primary valuation method - DCF Equity model using parametric formula for terminal value calculation. The secondary approach - market multiples method is used to determine range of possible values of the company, thus support the result of DCF Equity method.

Key words: Baliarne obchodu Poprad, business valuation, DCF Equity, financial analysis, strategic analysis, value drivers, financial plan

Obsah

ÚVOD **7**

1 INFORMÁCIE POTREBNÉ K OCENENIU **8**

2 ZÁKLADNÉ INFORMÁCIE O OCEŇOVANEJ SPOLOČNOSTI **8**

2.1 IDENTIFIKAČNÉ ÚDAJE 8
2.2 PREDMET PODNIKANIA 9
2.3 CHARAKTERISTIKA PODNIKU 9

3 FINANČNÁ ANALÝZA **11**

3.1 ÚČTOVNÉ PRAVIDLÁ SPOLOČNOSTI 12
3.2 ANALÝZA JEDNOTLIVÝCH ÚČTOVNÝCH VÝKAZOV 13
3.2.1 Analýza súvahy 13
3.2.2 Analýza výkazu ziskov a strát 18
3.2.3 Analýza výkazu peňažných tokov 20
3.3 ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZATEĽOV 21
3.3.1 Likvidita podniku 21
3.3.2 Rentabilita podniku 24
3.3.3 Aktivita podniku 27
3.3.4 Zadĺženosť podniku 31
3.3.5 Produktivita 33
3.3.6 Pridaná hodnota 33
3.3.7 Rýchly test 34
3.4 VYHODNOTENIE FINANČNEJ ANALÝZY 35

4 STRATEGICKÁ ANALÝZA **36**

4.1 ANALÝZA VONKAJŠIEHO POTENCIÁLU PODNIKU 36
4.1.1 Vymedzenie relevantného trhu 36
4.1.2 Analýza atraktivity trhu 38
4.1.3 Prognóza vývoja trhu 42
4.2 ANALÝZA VNÚTORNÉHO POTENCIÁLU PODNIKU 43
4.2.1 Stanovenie trhového podielu oceňovaného podniku 44
4.2.2 Identifikácia hlavných konkurentov 45
4.2.3 Priame faktory 46
4.2.4 Nepriame faktory 48
4.2.5 Prognóza vývoja trhového podielu 50
4.3 PROGNÓZA TRŽIEB PODNIKU 50

5 GENERÁTORY HODNOTY A FINANČNÝ PLÁN **52**

5.1 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ 52

5.1.1 Dlhodobý majetok ... *52*
5.1.2 Obežné aktíva ... *53*
5.1.3 Prevádzkovo potrebný investovaný kapitál ... *54*
5.1.4 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia ... *54*
5.2 ANALÝZA GENERÁTOROV HODNOTY ... 55
5.2.1 Tržby ... *55*
5.2.2 Zisková marža ... *55*
5.2.3 Pracovný kapitál ... *61*
5.2.4 Dlhodobý prevádzkovo potrebný majetok ... *64*
5.3 FINANČNÝ PLÁN ... 67
5.3.1 Plán financovania a rozdeľovania výsledku hospodárenia ... *68*
5.3.2 Plánovaný výkaz ziskov a strát ... *69*
5.3.3 Plánovaná súvaha ... *71*
5.3.4 Plánovaný výkaz peňažných tokov ... *72*
5.4 ANALÝZA FINANČNÉHO PLÁNU ... 73
6 OCENENIE PODNIKU ... 75
6.1 NÁKLADY NA VLASTNÉ IMANIE ... 75
6.2 VOĽNÉ PEŇAŽNÉ TOKY PRE VLASTNÍKOV ... 78
6.3 TERMINÁLNA HODNOTA ... 79
6.4 OCENENIE PODNIKU METÓDOU DCF EQUITY ... 81
6.5 OCENENIE PODNIKU METÓDOU TRHOVÝCH MULTIPLIKÁTOROV ... 81
6.6 SÚHRNNÉ OCENENIE ... 83
ZÁVER ... 84
LITERATÚRA ... I
ZOZNAMY GRAFOV A TABULIEK ... III
PRÍLOHY ... A

Úvod

Oceňovanie podniku, ako proces skúmania finančných výkazov spoločnosti a tvorba modelov, zahrňuje aj určitú úroveň vlastného úsudku oceňovateľa. Tento prístup sa snažím uplatňovať aj v priebehu práce zameranej na ocenenie spoločnosti Baliarne obchodu, a.s. Poprad. Jedná sa o výrobný podnik operujúci prevažne na území Slovenskej republiky, minoritne predáva svoje výrobky v Českej republike prostredníctvom obchodného reťazca. Na Slovensku patrí spoločnosť medzi najväčšieho spracovateľa kávy a čaju s dlhoročnou tradíciou. Podnik som zvolil na základe dlhej histórie jeho fungovania a odvetvia – produkcia kavy a čaju, ktoré je z môjho pohľadu zaujímavé a perspektívne. Tému oceňovanie podniku som si vybral v súvislosti s aplikáciou získaných teoretických znalostí v priebehu štúdia hlavnej špecializácie Finance a oceňování podniku.

Cieľom diplomovej práce je odhad trhovej hodnoty spoločnosti Baliarne obchodu, a.s. Poprad k dátumu ocenenia 1.1.2018 pre bližšie nešpecifikovaného kupujúceho.

Práca je rozdelená do šiestich kapitol. Začína vymedzením základných parametrov ocenenia, medzi ktoré patrí predmet ocenenia, účel a dátum ocenenia. Následná kapitola zachycuje podrobnejšie informácie o spoločnosti, hlavné prevádzkové činnosti a vývoj podniku v minulosti. V tretej časti je spracovaná finančná analýza podniku a porovnanie základných ukazateľov FA s podobnými spoločnosťami operujúcimi v rovnakej výrobnej činnosti v rámci krajín Vyšehrádskej štvorky. Záverom FA bude vyhodnotenie finančného zdravia oceňovaného podniku. Ďalšia kapitola, strategická analýza, analyzuje vnútorný a vonkajší potenciál podniku. Cieľom kapitoly SA je vymedziť trh, hlavnú konkurenciu podniku, stanoviť prognózu vývoja relevantného trhu a trhového podielu. Výstupom je potom prognóza tržieb spoločnosti vstupujúca do analýzy generátorov hodnoty. Piata kapitola začina vymedzením prevádzkovo potrebného majetku, stanovením investovaného kapitálu a kalkuláciou KPVH. Následne sú analyzované hlavné generátory hodnoty, medzi ktoré patria tržby, zisková marža, prevádzkovo potrebný pracovný kapitál a dlhodobý majetok. Priamo na finálne hodnoty z analýzy generátorov hodnoty nadväzuje tvorba finančného plánu podniku. Posledná kapitola už zahŕňa samotné ocenenie spoločnosti primárnou výnosovou metódou a sekundárnou metódou trhových multiplikátorov. Kapitola končí súhrnným ocenením a výsledným odhadom trhovej hodnoty podniku. Nasleduje zhodnotenie práce a získaných výsledkov v závere práce.

V práci vychádzam z verejne dostupných zdrojov, nemám prístup k žiadnym interným informáciám a plánom manažmentu podniku.

1 Informácie potrebné k oceneniu

Účelom ocenenia, a taktiež aj cieľom diplomovej práce je odhad trhovej hodnoty podniku Baliarne obchodu a.s., Poprad pre vopred neurčeného kupujúceho.
Dátum ocenenia je zhodný so začiatkom fiškálneho roku vybranej spoločnosti, a to 1.1.2018.
Predmetom ocenenia je spoločnosť Baliarne obchodu a.s., Poprad, ktorá podľa obchodného registru Slovenskej republiky sídli na adrese Hraničná 664/16, Poprad 058 01.

Definícia trhovej hodnoty podľa medzinárodných oceňovacích štandardov (International Valuation Standards, skratka IVS): *„Trhová hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok predaný k dátumu ocenenia medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim pri transakcií medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom by obe strany jednali informovane, rozumne a bez nátlaku.“* (Mařík, 2011a)

2 Základné informácie o oceňovanej spoločnosti

2.1 Identifikačné údaje

Názov spoločnosti:	Baliarne obchodu, a.s. Poprad
Sídlo spoločnosti:	Hraničná 664/16, 058 01 Poprad
Telefón:	+421 52 7143 223
E-mail:	info@baliarne.sk
IČO:	31 707 874
Deň zápisu:	01.05.1995
Právna forma:	Akciová spoločnosť
Základné imanie:	9 844 450 EUR (Rozsah splatenia 100%)
Akcie:	281 270 ks kmeňových akcií v menovitej hodnote 35 EUR. Jedná sa o kmeňové akcie na meno v zaknihovanej podobe. Nie sú verejne obchodovateľné.

2.2 Predmet podnikania

Hlavným predmetom podnikania spoločnosti Baliarne obchodu, a.s. Poprad (ďalej ako „Baliarne obchodu Poprad“, „BOP“, „spoločnosť“, „podnik“, „firma“) podľa obchodného registra SR je výroba, spracovanie, skladovanie a balenie potravinárskych výrobkov pre odberateľov a vykonávanie s tým súvisiacej veľkoobchodnej a maloobchodnej činnosti.

Predmety podnikania určené klasifikáciou ekonomických činností SK NACE:

- 10.83.0 Spracovanie kávy a čaju
- 46.37.0 Veľkoobchod s kávou, čajom, kakaom a korením
- 10.89.0 Výroba ostatných potravinárskych výrobkov
- 46.90.0 Nešpecializovaný veľkoobchod
- 47.19.0 Ostatný maloobchod v nešpecializovaných predajniach
- 52.10.0 Skladovanie a uskladňovanie
- 68.20.0 Prenájom a prevádzkovanie vlastných alebo prenajatých nehnuteľností
- 69.20.0 Účtovnícke a auditorské činnosti, vedenie účtovných kníh, daňové poradenstvo
- 77.11.0 Prenájom a lízing automobilov a ľahkých motorových vozidiel
- 82.92.0 Baliace činnosti

2.3 Charakteristika podniku

Spoločnosť Baliarne Obchodu a.s., Poprad vznikla v roku 1955 šiestimi zamestnancami ako Pražiarne, baliarne a skladište štátneho obchodu. V priebehu rokov 1958 až 1962 bol vybudovaný výrobný podnik s ročnou kapacitou až 450 ton kávy. V nasledujúcich rokoch firma prekonala viacero štátnych zriadený, a to: Československú socialistickú republiku, Českú a Slovenskú federatívnu republiku, až po vznik samostatnej Slovenskej republiky. Spoločnosť sa začala významne rozvíjať od roku 1994, kedy prešla zo štátneho vlastníctva do súkromných rúk.(Rešovská, 2015)

V súčasnej dobe sú Baliarne obchodu Poprad najväčším spracovateľom kávy a čaju na Slovensku. Firma je lokalizovaná na dvoch miestach. V Poprade sa nachádza centrála celého podniku, spoločne s výrobou kávy a čierneho čaju. V neďalekej Spišskej Belej sa vyrábajú

ovocné čaje a nachádzajú sa tam všetky sklady surovín a obalových materiálov. Priemerný počet zamestnancov je približne 220.

V sortimente kávy firma ponúka štyry druhy produktov (mletú, instantnú, zrnkovú a dekofeínovanú kávu) v dvoch značkách (Popradská a Mistral Selection).

Sortiment čajov je rozdelený do siedmych druhov (čierny, zelený a biely, ovocný, bylinný, liečivý, wellness a sypaný čaj) v troch rôznych značkách (Popradský, Mistral a Mistral Selection).
Okrem kávy a čajov spoločnosť predáva aj rôzne kávové a čajove príslušenstvo, medzi ktoré patria napríklad hrnčeky, šálky, dózy, sitká a iné.

Baliarne obchodu Poprad prevádzkujú aj vlastnú podnikovú predajňu, v ktorej je možno zakúpiť celý vyrábaný sortiment vrátane príslušenstva. (Popradské, 2018)

3 Finančná analýza

Finančna analýza spoločnosti Baliarne obchodu a.s., Poprad bola vypracovaná v období od 1.1.2013 do 31.12.2017 na základe verejne dostupných účtovných výkazov za jednotlivé obdobia. Použité účtovné výkazy pochádzajú z oficiálnej stránky Ministerstva financií Slovenskej republiky, konkrétne z Registra účtovných závierok (www.registeruz.sk).

Spracované účtovné výkazy obsahujú súvahu (stranu aktív a pasív), výkaz ziskov a strát a poznámky. Výkaz peňažných tokov je vypracovaný vlastným spracovaním účtovných výkazov. K analýze boli použité taktiež výročné správy a prílohy z príslušných rokov.

Počas celého sledovaného obdobia boli BOP auditované spoločnosťou HB CONSULT, spol. s.r.o. s názorom, že priložená účtovná závierka poskytuje pravdivý a verný obraz finančnej situácie spoločnosti v každom analyzovanom roku a výsledku jej hospodárenia za príslušný rok podľa zákona č. 431/2002 Z.z. o účtovníctve v znení neskorších predpisov.

Aktuálna kapitola začína popisom účtovnej politiky BOP a pokračuje analýzou jednotlivých účtovných výkazov. Nasleduje rozbor hlavných pomerových ukazateľov a ich porovnanie s vybranými konkurenčnými podnikmi na relevantnom trhu. Kapitola je ukončená zhodnotením finančnej situácie podniku.

V rámci finančnej analýzy sú porovnávané spoločnosti odlišné od komparatív pre strategickú analýzu. Dôvodom je vymedzenie relevantného trhu a konkurencie, ktorá sa pre tieto dve analýzy odlišuje. Finančná analýza porovnáva oceňovaný podnik s porovnateľnými podnikmi v štátoch susediacich so Slovenskou republikou. Vybrané spoločnosti spadajú do kategórie SK NACE 1083 – Výroba kávy a čaju, čo je aj hlavná ekonomická činnosť Baliarní obchodu Poprad. Avšak, hlavná konkurencia oceňovaného podniku na vymedzenom trhu spadá do kategórie SK NACE 4637 – Veľkoobchod s kávou, čajom, kakaom a korením, keďže na území Slovenska len prepredáva produkty vyrobené v zahraničí. Z tohto dôvodu sú komparatíva pre strategickú analýzu vybrané práve zo spoločností pôsobiacich na Slovensku v kategórií ekonomickej činnosti SK NACE 4637.

3.1 Účtovné pravidlá spoločnosti

Podľa prílohy účtovnej závierky je účtovníctvo vedené na akruálnom princípe, pričom dodržuje zásadu časovej a vecnej súvislosti nákladov a výnosov. Spoločnosť oceňuje položky historickými cenami až na výnimky, ktoré sú ocenené reálnou hodnotou. Menou, ktorou sú vykázané položky v účtovnej závierke je euro.
Účtovné obdobie spoločnosti BOP sa zhoduje s kalendárnym rokom, a teda začína 1. Januára a končí 31. Decembra. (MF SR, 2018)

D**lhodobý hmotný a nehmotný majetok** firma oceňuje v obstarávacích cenách (mínus opravné položky). Obstarávacia cena nezahrňuje úroky z cudzích zdrojov a kurzové rozdiely, ktoré vznikli do doby aktivácie dlhodobého majetku.
Dlhodobý hmotný a nehmotný majetok vytvorený vlastnou činnosťou je podľa prílohy účtovnej závierky oceňovaný vlastnými nákladmi.
Odpisy sú stanovené na základe predpokladanej doby používania majetku s použitím lineárnej metódy odpisovania. Začiatok odpisovania je v mesiaci zaradenia majetku do používania. Priamo do nákladov sa účtuje majetok, ktorého obstarávacia cena je nižšia ako 1000 eur. Do začiatku roku 2017 bola hranica na ocenenie dlhodobého nehmotného majetku 500 eur. Majetok, ktorého sa týkali uvedené zmeny bol v priebehu roku 2017 doodpisovaný. Technickým zhodnotením spoločnosť rozumie výdaje (bližšie špecifikované v prílohe účtovnej závierky) sumou nad 1700 eur za účtovné obdobie, pričom sú zahrnuté vo vstupnej cene, respektíve zostatkovej cene majetku. Výdaje na technické zhodnotenie v sume do 1700 eur sú účtované priamo do nákladov.

Cenné papiere a podiely na základnom imaní sa oceňujú reálnou hodnotou ku dňu zostavenia účtovnej závierky. Ostatné formy cenných papierov a podiely sú ocenené obstarávacou cenou. (konkrétne rozdelenie je definované v prílohe účtovnej závierky)

V kategórii **zásob** sa nakupované zásoby oceňujú obstarávacou cenou a zásoby vytvorené vnútropodnikovou činnosťou sú ocenené vlastnými nákladmi alebo čistou realizačnou hodnotou. Pri riadení zásob je použitá metóda FIFO. Precenenie hodnoty zásob sa deje ku dňu zostavenia účtovnej závierky.

Pohľadávky a **záväzky** vzniknuté spoločnosťou sú oceňované ich menovitou hodnotou. V ostatných prípadoch nadobudnutia alebo postúpenia pohľadávok a záväzkou je ich hodnota určená obstarávacou cenou.

Daň z príjmov pre rok 2017 je určená vo výške 21%. V priebehu analyzovaného obdobia sa ale sadzba dane viackrát menila. Sadzby použité v účtovných závierkách jednotlivých rokov sú zhrnuté v tabuľke nižšie.

Tabuľka 1 - Historické sadzby DPPO

	2013	2014	2015	2016	2017
Sadzba DPPO	23%	22%	22%	22%	21%

Zdroj: Databáza KPMG (2018), vlastné spracovanie

Položky **časového rozlíšenia** sú vykazované podľa princípu časovej a vecnej súvislosti s účtovným obdobím.

Spôsoby ocenenia a vyčíslenia **ostatných zložiek majetku a záväzkov** je možné nájsť v prílohe účtovnej závierky, kde sú aj bližšie definované.

3.2 Analýza jednotlivých účtovných výkazov

Zameraním podkapitoly je analýza súvahy, výkazu ziskov a strát, ako aj výkazu peňažných tokov spoločnosti BOP. Hodnoty tržieb za sledované obdobie sú porovnané s podobnými podnikmi v rámci krajín Vyšehradskej štvorky.

3.2.1 Analýza súvahy

V súvahe je v peňažnom vyjadrení zobrazený usporiadane a sumarizovane prehľad majetku spoločnosti a zdroj financovania tohoto majetku. Súvaha je analyzovaná vertikálne a horizontálne. Princípom **vertikálnej analýzy** je zobraziť podiely jednotlivých položiek súvahy na celkovej bilančnej sume. Spoločne s vertikálnou analýzou je potrebné vypracovať aj **analýzu horizontálnu**. Tá zobrazuje ročné tempá rastu jednotlivých položiek súvahy. K načrtnutiu veľkosti spoločnosti spomeniem, že bilančná suma pre posledný sledovaný rok 2017 má hodnotu 28,7 milióna EUR.

3.2.1.1 Aktíva

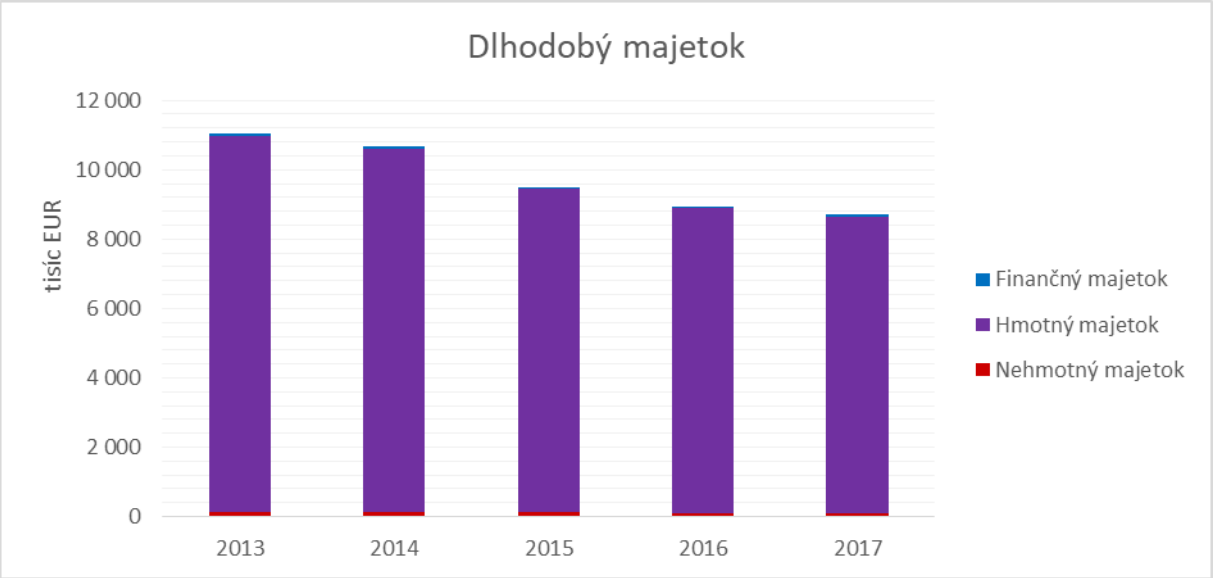
Hlavné položky aktív tvorí dlhodobý hmotný majetok v hodnote 8,6 milióna EUR, finančné účty v hodnote 8,9 milióna EUR a zásoby v hodnote 7,5 milióna EUR.[1] Veľkosť a štruktúra hlavných položiek aktív vzhľadom na celkovú bilančnú sumu len potvrdzuje podnikateľskú činnosť podniku, tj. výrobný podnik.

[1] Údaje z roku 2017

Medzi prvým a posledným rokom analyzovaného obdobia nastal nárast bilančnej sumy o 3,1%. Avšak, ako vyplýva z horizontálnej analýzy, bilančná suma nezaznamenala medziročne kontinuálny rast. V roku 2015 došlo k medziročnému poklesu o 4,9 %, čo bolo zapríčinené hlavne znížením preinvestovaných prostriedkov o 2/3 oproti predchádzajúcemu roku, ako aj nižšími tržbami a splatením pôžičky od materskej spoločnosti. V rovnakom roku taktiež došlo k navýšeniu zásob a pohľadávok na úkor finančných prostriedkov.

Váha dlhodobého majetku na celkových aktívach poklesla z 39,6% na 31,2% v poslednom roku. Za poklesom stoja položky hmotného a nehmotného majetku, ktoré majú v priebehu rokov 2013 až 2015 výrazne klesajúcu tendenciu. Ako vyplýva z prílohy účtovných závierok, odpisy a vyraďovanie majetku v jednotlivých rokoch poväčšine prevyšuje investície. Posledné veľké investície do modernizácie výroby a celého podniku firma urobila v priebehu roku 2013 a 2014. V ďalších rokoch je zaznamenaný výrazný pokles v investovaní.
Dlhodobý finančný majetok, ktorý tvorí 0,2% celkových aktív sa v sledovanom období držal na rovnakej hladine. Až v roku 2017 je viditeľný nárast o 5,8% oproti roku predchádzajúcemu spôsobený kurzovými rozdielmi. Dlhodobý finančný majetok tvoria z väčšej časti akcie zahraničnej spoločnosti v Českej republike. V grafe č. 1 je zobrazená štruktúra dlhodobého majetku.

Graf 1 - Historická štruktúra dlhodobého majetku

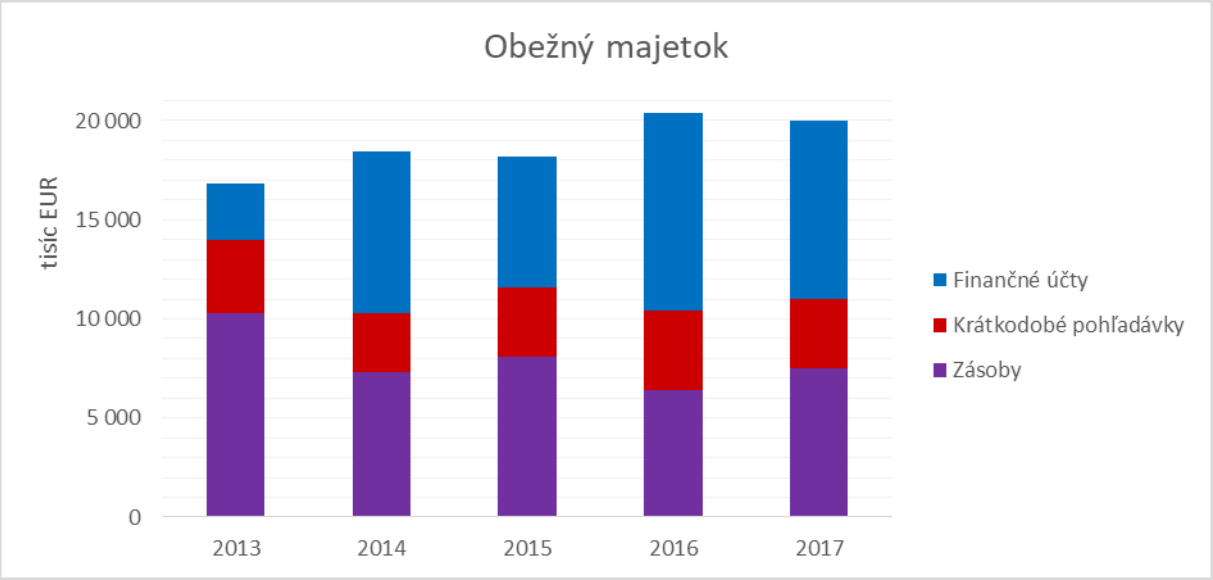


Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Opačným smerom ako dlhodobý majetok sa vyvíjal pomer obežného majetku k celkovým aktívam spoločnosti. Tento pomer narástol medzi rokmi 2013 a 2017 z hodnoty 60,2% na hodnotu 71,7% aktív, a to hlavne v dôsledku nárastu zostatku na finančných účtoch. Tie sa zvýšili v medziročnom tempe rastu v priemere o 26,8%.

Hodnota zásob v analyzovanom období dosť kolísala. Medzi prvým a posledným rokom analýzy zaznamenali zásoby pokles o 5,5%. Nutné je taktiež zdôrazniť, že k zásobám je na konci roku 2017 evidovaná opravná položka vo výške približne 247 000 eur. Táto opravná položka by mala podľa prílohy účtovnej závierky odrážať zníženie účtovnej hodnoty obalového materiálu. Graf č. 2 znázorňuje rozloženie obežného majetku medzi zásoby, pohľadávky a finančné účty.

Graf 2 - Historická štruktúra obežného majetku



Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Podobným trendom, ako to bolo u zásob, sa vyvíjali aj pohľadávky, ktorých hodnota medzi rokmi 2013 a 2017 značne kolísala. V konečnom dôsledku zaznamenali pohľadávky približne nulový nárast. V celom období spoločnosť eviduje hlavne pohľadávky z obchodného styku, ktoré v roku 2017 tvorili približne 96% celkových pohľadávok. Takmer 16% z nich sú pohľadávky po splatnosti.

Položky časového rozlíšenia predstavujú zanedbateľnú hodnotu k celkovým aktívam a ich hodnota sa medziročne radikálne nemenila.

Tabuľka 2 - Historická štruktúra aktív (EUR)

v EUR	2013	2014	2015	2016	2017
Aktíva SPOLU	**27 879 285**	**29 157 025**	**27 733 993**	**29 397 793**	**28 736 782**
Neobežný majetok	**11 036 562**	**10 666 403**	**9 502 624**	**8 944 486**	**8 698 642**
Dlhodobý nehmotný majetok	120 353	141 171	134 872	112 185	79 593
Dlhodobý hmotný majetok	10 866 095	10 475 673	9 316 891	8 781 436	8 565 232
Dlhodobý finančný majetok	50 114	49 559	50 861	50 865	53 817
Obežný majetok	**16 796 763**	**18 450 353**	**18 189 952**	**20 411 063**	**19 991 345**
Zásoby	10 276 097	7 295 840	8 083 115	6 384 129	7 474 065
Krátkodobé pohľadávky	3 701 052	2 992 406	3 483 187	4 037 708	3 525 582
Finančné účty	2 819 614	8 162 107	6 623 650	9 989 226	8 991 698
Časové rozlíšenie	**45 960**	**40 269**	**41 417**	**42 244**	**46 795**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

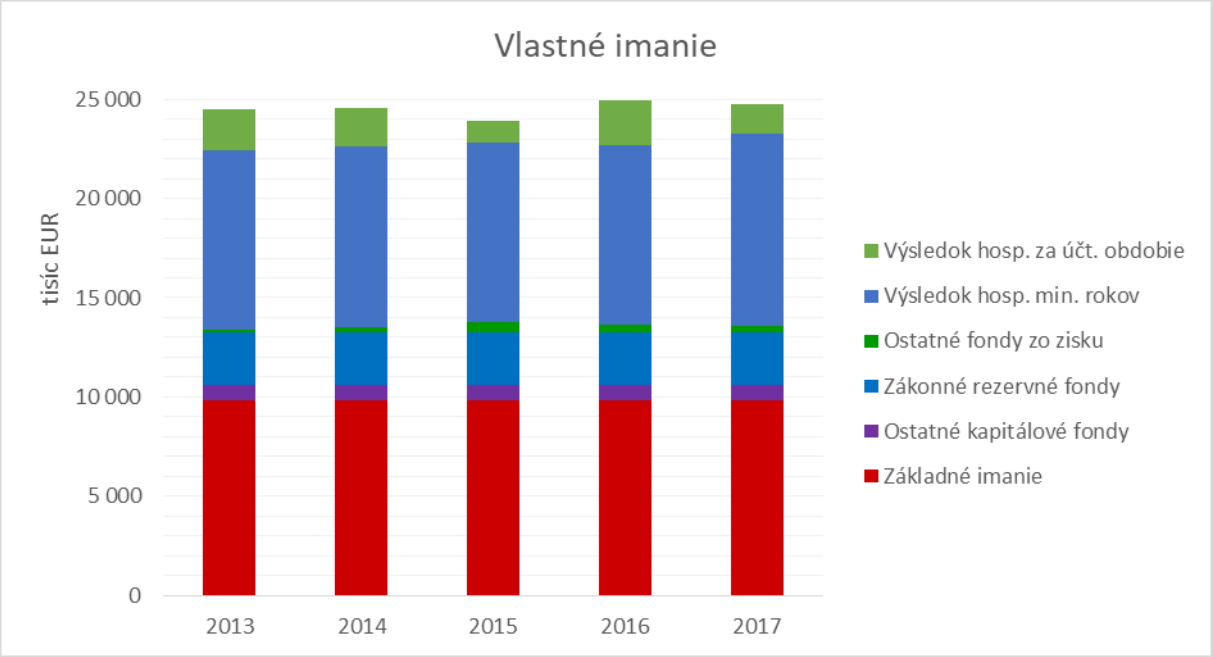
3.2.1.2 Pasíva

Základné imanie vo výške 9,8 milióna EUR a výsledok hospodárenia minulých rokov rovný 9,7 milióna EUR tvoria dve podstatné položky strany pasív.[2]

Na strane pasív nie je v analyzovanom období viditeľná výrazná zmena pomeru vlastného imania k záväzkom. V priemere 88% pasív je tvorených vlastným imaním spoločnosti, z čoho najväčší podiel zastupuje základné imanie (35,3%) a nerozdelený zisk alebo výsledok hospodárenie minulých rokov (v priemere 33% pasív). Závazky v sledovanom období narástli v pomere k pasívam o 2,2% a zapríčinil to hlavne nárast krátkodobých záväzkov. Štruktúra vlastného imania a záväzkov spoločnosti je zobrazená v grafoch nižšie.

[2] MF SR (2018): Účtovná závierka BOP za rok 2017

Graf 3 - Historická štruktúra vlastného imania



Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Graf 4 - Historická štruktúra záväzkov a rezerv



Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Z pohľadu tempa rastu sa výrazne menili položky ostatné fondy zo zisku a dlhodobé rezervy. Ich zmena o 136,8%, prípadne 592,6% medzi rokmi 2013 a 2014 môže pôsobiť významne. Avšak, ich veľkosť, v priemere 1,2% hodnoty z celkových pasív u položky fondy zo zisku a 0,1% hodnoty z celkových pasív u dlhodobých rezerv, je zanedbateľná.

Väčšiu významnosť má položka výsledok hospodárenia za účtovné obdobie, ktorá v roku 2016 zaznamenala medziročný nárast o 103,5% dosiahnutý, mimo iného, aj znížením prevádzových nákladov.

Štruktúra záväzkov v spoločnosti je v pomere k celkovým pasívam u dlhodobých záväzkov 3,7% a u krátkodobých záväzkov 9,7% (údaje z konca roku 2017). Ich vývoj bol zaznamenaný v priemerných hodnotách za sledované obdobie, pričom krátkodobé záväzky sa zvýšili o 10,1% a naopak, dlhodobé záväzky poklesli o 0,3% v uvedenom období.

Tabuľka 3 - Historická štruktúra pasív (EUR)

v EUR	2013	2014	2015	2016	2017
Pasíva SPOLU	**27 879 285**	**29 157 025**	**27 733 993**	**29 397 793**	**28 736 782**
Vlastné imanie	**24 472 728**	**24 571 134**	**23 914 334**	**24 932 757**	**24 717 431**
Základné imanie	9 844 450	9 844 450	9 844 450	9 844 450	9 844 450
Ostatné kapitálové fondy	730 775	730 775	730 775	730 775	730 775
Zákonné rezervné fondy	2 662 110	2 662 110	2 662 110	2 662 110	2 662 110
Ostatné fondy zo zisku	125 417	297 047	514 051	389 185	342 377
Oceňovacie rozdiely z precenenia	-12 468	-13 024	-11 721	-11 718	-8 765
Výsledok hosp. min. rokov	9 069 634	9 069 634	9 069 634	9 069 634	9 669 634
Výsledok hosp. za účtovné obdobie	2 052 810	1 980 142	1 105 035	2 248 321	1 476 850
Záväzky a rezervy	**3 406 557**	**4 585 891**	**3 819 659**	**4 465 036**	**4 019 351**
Dlhodobé záväzky	1 063 075	1 178 351	1 129 483	1 098 845	1 042 587
Dlhodobé rezervy	3 305	22 891	50 785	41 810	14 261
Krátkodobé záväzky	2 175 897	3 187 047	2 298 917	3 062 428	2 708 187
Krátkodobé rezervy	164 280	197 602	340 474	261 953	254 316

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

3.2.2 Analýza výkazu ziskov a strát

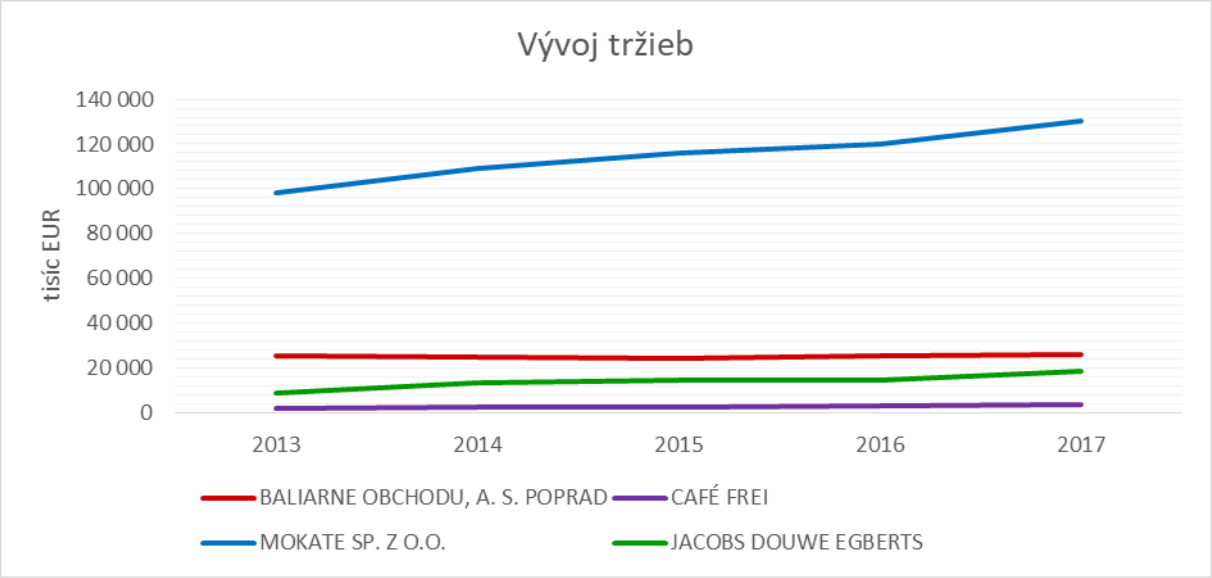
Výkaz ziskov a strát alebo výsledovka, ako už z názvu vyplýva, zobrazuje konečný zisk alebo stratu spoločnosti za účtovné obdobie. Výsledovka obsahuje rozdelenie jednotlivých výnosov spoločnosti, nákladov, daní a ďalších položiek, ktoré v logickom poradí vytvárajú prehľad o hospodárení firmy za dané obdobie.

Výkaz zisku a strát je analyzovaný horizontálne a vertikálne, rovnako ako to bolo u súvahy. Keďže BOP je výrobným podnikom, majoritný podiel (cca 95%) na výkonoch majú tržby z predaja vlastných výrobkov. Tržby z predaja tovaru boli na úrovni približne 5% z výkonov a hodnota tržieb za služby bola v tomto prípade zanedbateľná. Od roku 2016 je viditeľné zvýšenie tržieb za vlastné výrobky. Ako je uvedené vo výročnej správe spoločnosti, k vyšším tržbám pomohla zmena produktového portfólia a to aj napriek zníženým výdajom na marketingové účely. V posledných dvoch rokoch sledovaného obdobia spoločnosť

zaznamenala mierny pokles tržieb z predaja tovaru spojený s nárastom obchodnej marže. Medzi rokmi 2013 až 2017 zaznamenala obchodná marža nárast o 39%.

V grafe č. 5 je porovnaný vývoj tržieb oceňovaného podniku s vybranými spoločnosťami krajín V4, ktoré sú bližšie definované v analýze pomerových ukazateľov.

Graf 5 - Porovnanie tržieb s vybranými spoločnosťami



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

Výrazné navýšenie nastalo v roku 2017 u položky zmena stavu vnútroorganizačných zásob. Zvýšenie sa konkrétne konkrétne týkalo výrobkov, ktoré oproti predchádzajúcemu roku narástli o 1185%. Táto výroba „na sklad“ môže taktiež poukazovať na fakt, že manažment firmy nesprávne predikoval vývoj dopytu na trhu s kávou a čajom na Slovensku.

V prípade nákladových položiek je zjavné, že v priebehu času rástli rýchlejším tempom (6,29%) ako celkové výkony (2,48%). Stagnácia tržieb z predaja vlastných výrobkov v celom analyzovanom období je daná silnejúcim tlakom konkurencie na Slovenskom trhu s kávou a čajom. Výrazný nárast výrobných nákladov nastal v poslednom sledovanom roku, kedy sa oproti minulým obdobiam podstatne zvýšili osobné náklady a spotreba materiálu, energie a ostatných neskladovateľných dodávok. Toto neproporcionálne zvýšenie nákladov v porovnaní s tržbami by malo byť kompenzované v nasledujúcich obdobiach, kedy budú predané výrobky momentálne držané v zásobách z roku 2017.
Hodnota nákladov na služby sa v sledovanom období pohybovala v rozmedzí 42,7% až 49,5%

z celkových výkonov. Zvyšná časť nakladov, teda náklady na obstaranie predaného tovaru, sa v čase mierne znižovali, čím bola dosiahnutá priaznivejšia obchodná marža.

Negatívny výsledok hospodárenia z finančnej činnosti je v každom roku zapríčinený hlavne z dôvodu kurzových strát spoločnosti. BOP nemajú evidované žiadne zaisťovacie inštrumenty voči menovému riziku, a teda znášajú volatilitu na menovom páre eura s americkým dolárom, za ktorý zo zahraničia nakupujú hlavne surovú kávu a čaj.

Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie zobrazuje postupný pokles zisku, s výnimkou roku 2016, kedy spoločnosť dosiahla najvyšší zisk za celé analyzované obdobie. Ako už bolo uvedené vyššie a zároveň popísané vo výročnej správe, hlavnou príčinou klesajúceho zisku je zvyšujúci sa tlak konkurencie na trhu v Slovenskej republike a taktiež výkyvy cien kávy na svetových trhoch.

Tabuľka 4 - Historická štruktúra výkazu ziskov a strát (EUR)

v EUR	2013	2014	2015	2016	2017
Výkony	**26 109 798**	**25 140 362**	**24 916 517**	**25 502 552**	**26 756 297**
Tržby z predaja tovaru	1 212 200	1 217 723	1 501 727	1 300 472	1 239 906
Tržby z predaja vlastných výrobkov	24 444 542	23 736 498	23 137 632	24 036 895	24 693 539
Tržby z predaja služieb	3 551	3 861	3 297	2 591	2 099
Zmena stavu vnútroorganizačných zásob	429 339	94 856	228 123	52 729	677 706
Aktivácia	20 166	87 424	45 738	109 865	143 047
Pridaná hodnota	**8 155 634**	**8 385 120**	**6 988 926**	**8 551 912**	**8 044 758**
Náklady na hospodársku činnosť	23 424 587	22 538 067	23 471 006	22 802 322	24 896 849
Náklady na obstaranie predaného tovaru	1 016 134	1 005 130	1 236 601	1 031 105	967 301
Spotreba materiálu, energie a ostatných dodávok	12 206 474	11 149 221	11 923 838	11 490 929	12 930 691
Služby	4 740 358	4 605 561	4 767 439	4 445 015	4 569 977
Osobné náklady	3 934 363	3 945 191	4 016 597	4 403 170	4 902 688
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti	**2 747 207**	**2 705 651**	**1 483 893**	**2 893 201**	**1 913 617**
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti	**-76 631**	**-64 727**	**-93 898**	**-30 868**	**-30 365**
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení	**2 052 810**	**1 980 142**	**1 105 035**	**2 248 321**	**1 476 850**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

3.2.3 Analýza výkazu peňažných tokov

Výkaz peňažných tokov spoločnosti zobrazuje, aký majú vplyv zmeny v súvahe a výkaze ziskov a strát na peňažné prostriedky podniku. Delí sa na tri základné kategórie: peňažné toky z prevádzkovej, investičnej a finančnej činnosti.

Peňažné toky z prevádzkovej činnosti v spoločnosti BOP dosahovali v každom roku sledovaného obdobia kladné hodnoty. Ich vývoj však nebol kontinuálny, pričom veľkým vplyvom na výkyvy boli zmeny stavu pracovného kapitálu.

Peňažné toky z investičnej činnosti, ktoré sa ako celok držia v negatívnych hodnotách, sú ovplyvnené hlavne odpismi. Položka zmena stavu dlhodobého majetku sa v posledných rokoch držala v kladných číslach, čo odráža zníženie investičných výdajov spoločnosti.

Keďže BOP financujú svoju činnosť primárne z vlastných zdrojov, peňažné toky z vlastnej činnosti sú ovplyvnené zmenami vo vlastnom kapitále. Najvýraznejší pokles je viditeľný v roku 2013, kedy sa manažment podniku rozhodol použiť 2,6 mil. eur z nerozdeleného zisku minulých rokov. V nasledujúcich rokoch sa už hodnota položky nerozdelený zisk nemenila, až do roku 2017, kedy bola navýšená o 0,6 mil. eur.

Celkový peňažný tok spoločnosti bol ovplyvnený hlavne výsledkami z hospodárskej činnosti. Aj keď boli peňažné toky v určitých rokoch záporné, nie je pravdepodobné, že by spoločnosť v budúcom období nemala dostatok peňažných prostriedkov pre svoju činnosť. Spoločnosť každý rok spláca záväzky, čiastočne investuje, vypláca dividendy zo zisku a pritom si drží stabilné postavenie.

Tabuľka 5 - Historická štruktúra výkazu peňažných tokov (EUR)

v EUR	2013	2014	2015	2016	2017
CF z prevádzkovej činnosti	3 190 992	8 333 274	350 896	5 192 978	1 471 877
CF z investičnej činnosti	-1 819 454	-1 109 601	-126 383	-607 179	-874 142
CF z finančnej činnosti	-5 042 365	-1 881 180	-1 763 138	-1 219 900	-1 595 129
Celkový CF	**-3 670 827**	**5 342 493**	**-1 538 457**	**3 365 576**	**-997 528**

Zdroj: MF SR (2018): Prílohy účtovných závierok BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

3.3 Analýza pomerových ukazateľov

Finančná analýza pokračuje hodnotením pomerových ukazateľov z hľadiska likvidity, rentability, aktivity, zadĺženia a produktivity podniku. Výsledky sú porovnané ako z časového hľadiska (roky 2013 - 2017), tak aj z priestorového hľadiska (porovnanie spoločnosti BOP s podobnými podnikmi v krajinách V4). Z každej krajiny V4 (Česko, Poľsko, Maďarsko a Slovensko) bola pre porovnanie vybraná jedna spoločnosť zo segmentu NACE 1083 – Spracovanie kávy a čaju. Z Českej republiky bola zvolená spoločnosť Jacobs Douwe Egberts OPS CZ, Poľsko zastupuje spoločnosť MOKATE SP. Z O.O. a z Maďarska bola vybraná spoločnosť Café Frei. Kapitola končí vypracovaným rýchlym testom, ktorý by mal potvrdiť výsledné hodnoty finančného zdravia podniku.

3.3.1 Likvidita podniku

Likvidita je základným predpokladom finančnej rovnováhy podniku. Vyjadruje schopnosť zameniť majetok spoločosti za finančné prostriedky, ktorými sa uhradia záväzky. Inými

slovami, spoločnosť je považovaná za likvidnú, ak má dostatok prostriedkov k zaplateniu krátkodobých záväzkov. Hlavnými ukazateľmi je bežná, pohotová a okamžitá likvidita.

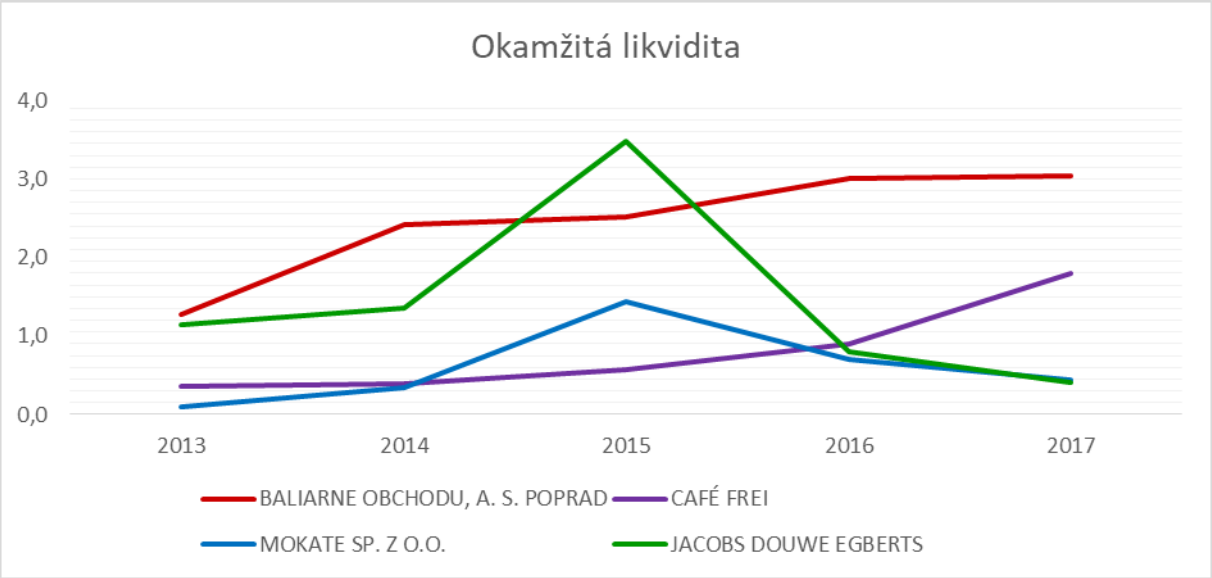
3.3.1.1 Okamžitá likvidita

Ukazateľ okamžitej likvidity vyjadruje schopnosť uhradiť krátkodobé záväzky spoločnosti jej finančným majetkom. Pod finančným majetkom v tomto prípade rozumieme krátkodobý finančný majetok, hotovosť a bankové účty. Odporúčané hodnoty sa podľa teórie pohybujú v rozmedzí od 0,2 do 0,3. (Marek, 2011) V praxi potom optimálne hodnoty závisia hlavne na odvetví, v ktorom daná spoločnosť operuje. Okamžitá likvidita je vypočítaná nasledujúcim vzorcom:

$$Okamžitá\ likvidita = {Finančný\ majetok}\Big/{Krátkodobé\ záväzky}$$

Ako je vidieť z grafu číslo 6, okamžitá likvidita spoločnosti BOP je nadpriemerná. Priemerná hodnota u komparatív je 0,95, pričom hodnoty okamžitej likvidity oceňovaného podniku dosahujú čísla 3,0. Táto vysoká hodnota je spôsobená držaním neobvykle veľkého množstva voľných finančných prostriedkov, čo je z pohľadu likvidity pozitívnym faktom. Na druhú stranu, držanie neprimerane vysokých finančných prostriedkov môže vyjadrovať problém manažmentu nájsť vhodné investičné príležitosti. Týmto spôsobom v podniku rastú náklady ušlých príležitostí a utláča sa jeho výnosový potenciál.

Graf 6 - FA: Okamžitá likvidita



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

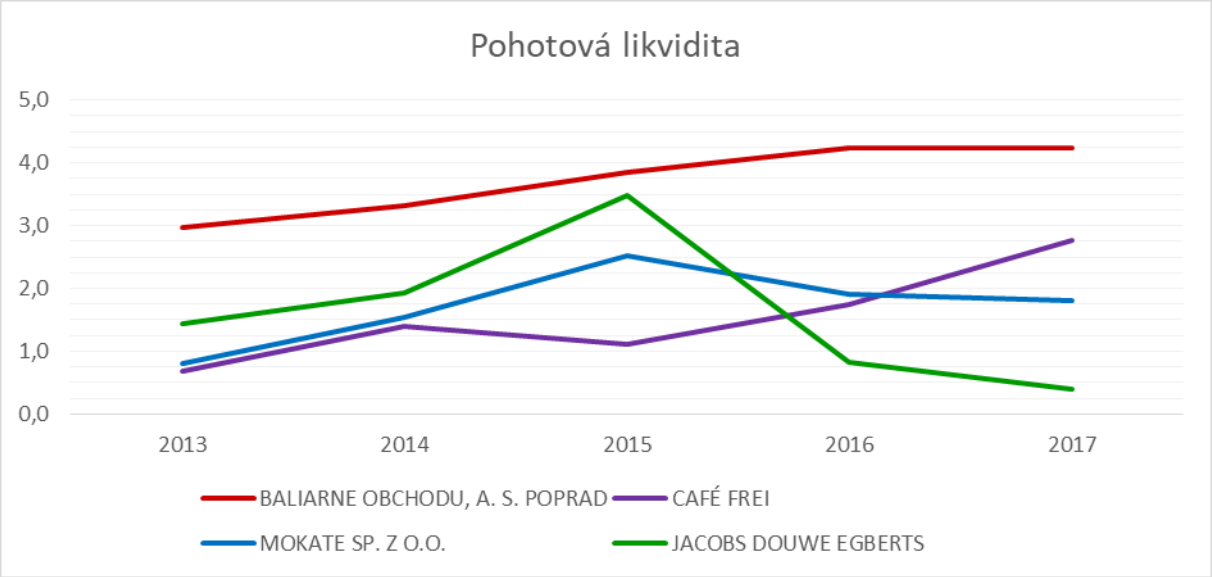
3.3.1.2 Pohotová likvidita

Pohotová likvidita vo svojom výpočte zahrňuje okrem finančných prostriedkov a krátkodobého finančného majetku taktiež aj krátkodobé pohľadávky. Kalkulovaná je pomocou vzorca:

$$Pohotová\ likvidita = {(Obežné\ aktíva - Zásoby)}/{Krátkodobé\ záväzky}$$

Hodnoty sú pomerovo podobné s výsledkami u okamžitej likvidity. Oceňovaný podnik sa drží na nadpriemernej úrovni v porovnaní s vybranými spoločnosťami krajín V4. Z grafu vyplýva pozitívny trend pre BOP a Café Frei v ukazateli pohotovej likvidity za celé analyzované obdobie.

Graf 7 - FA: Pohotová likvidita



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

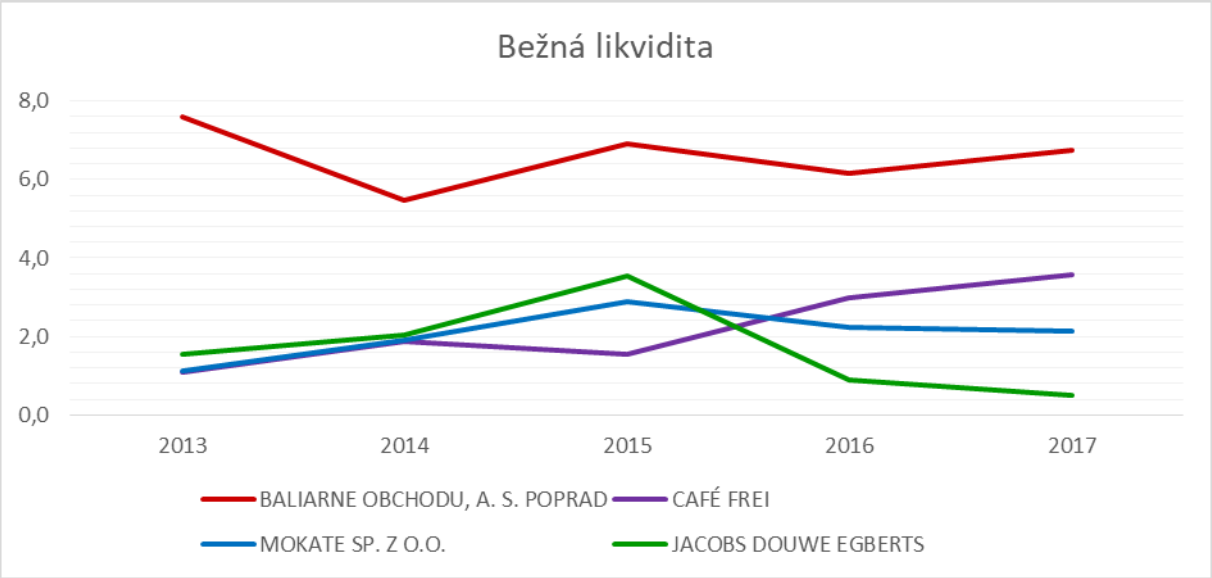
3.3.1.3 Bežná likvidita

Bežná likvidita je najmenej striktná zo všetkých troch vybraných ukazateľov likvidity. Je vyjadrená ako pomer celkových obežných aktív ku krátkodobým záväzkom. Teoreticky odporúčané hodnoty sú pre bežnú likviditu v pásme 1,5-2,0. (Marek, 2011) Taktiež v tomto prípade platí, že optimálne hodnoty sa v praxi môžu značne líšiť v závislosti na odvetví. Výsledná hodnota môže byť ovplyvnená hlavne v prípade, ak spoločnosti držia veľké množstvo zásob. Na kalkuláciu je použitý vzorec:

$$Bežná\ likvidita = {Obežné\ aktíva}/{Krátkodobé\ záväzky}$$

Hodnoty spoločnosti BOP sú opäť výrazne vyššie v porovnaní s vybranými podnikmi. Ukazuje to na možnú konzervatívnejšiu stratégiu firmy, držanie vyššej ako optimálnej hodnoty zásob a spomínanú vysokú hodnotu finančných prostriedkov.

Graf 8 - FA: Bežná likvidita



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

3.3.2 Rentabilita podniku

Rentabilitu je možné definovať ako schopnosť dosiahnúť zisk z určitých investovaných prostriedkov alebo schopnosť zhodnocovať vložený kapitál. Patrí medzi kľúčové finančné ukazatele pri analýze hospodárenia podniku. (Grünwald, Holečková, 2007) Hodnota rentability sa vyjadrí ako pomer zisku k určitému základu (napr. hodnota aktív, hodnota vlastného kapitálu atď.).

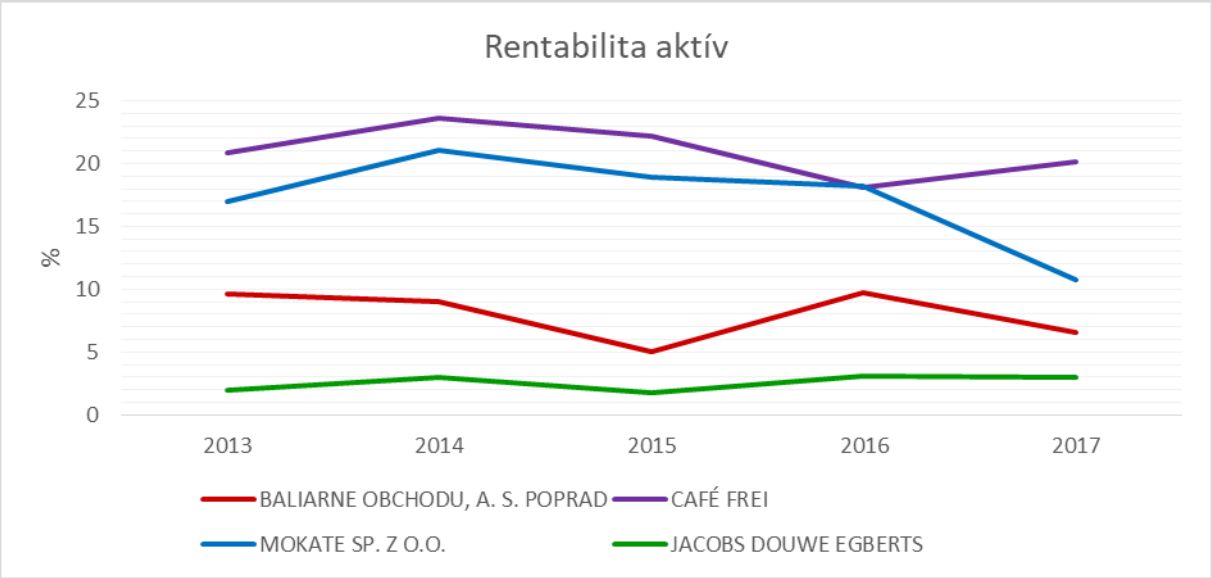
3.3.2.1 Rentabilita aktiv

Rentabilita aktiv zobrazuje hodnotu zisku, ktorú vytvorí určitá jednotka aktív. Odráža efektívnosť hospodárenia podniku. Základný vzorec udáva pomer zisku a celkových aktív. Priamy vplyv na rentabilitu aktív majú ukazatele zisková marža a obrat aktiv, ktoré budú zobrazené neskôr v tejto kapitole. Vzorec k výpočtu rentability aktív je nasledujúci:

$$Rentabilita\ aktív = {}^{Zisk\ pred\ zdanením}/_{Celkové\ aktíva}$$

Graf č. 9 zobrazuje vývoj rentability aktív spoločnosti BOP a k nej vybrané porovnateľné podniky v čase. Baliarne obchodu Poprad vykazujú fluktuáciu rentability aktív v rozmedzí 5-10%, čo je nižšia hodnota oproti dvom komparatívam. Len hodnoty českej spoločnosti sú na nižšej úrovni. Vychýlenie v roku 2015 a 2016 bolo sposobené primárne výkyvom tržieb. Podobný vývoj je zachytený aj v poľskej spoločnosti MOKATE, u ktorej ale v roku 2017 došlo k výraznejšiemu poklesu rentability aktív.

Graf 9 - FA: Rentabilita aktív



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

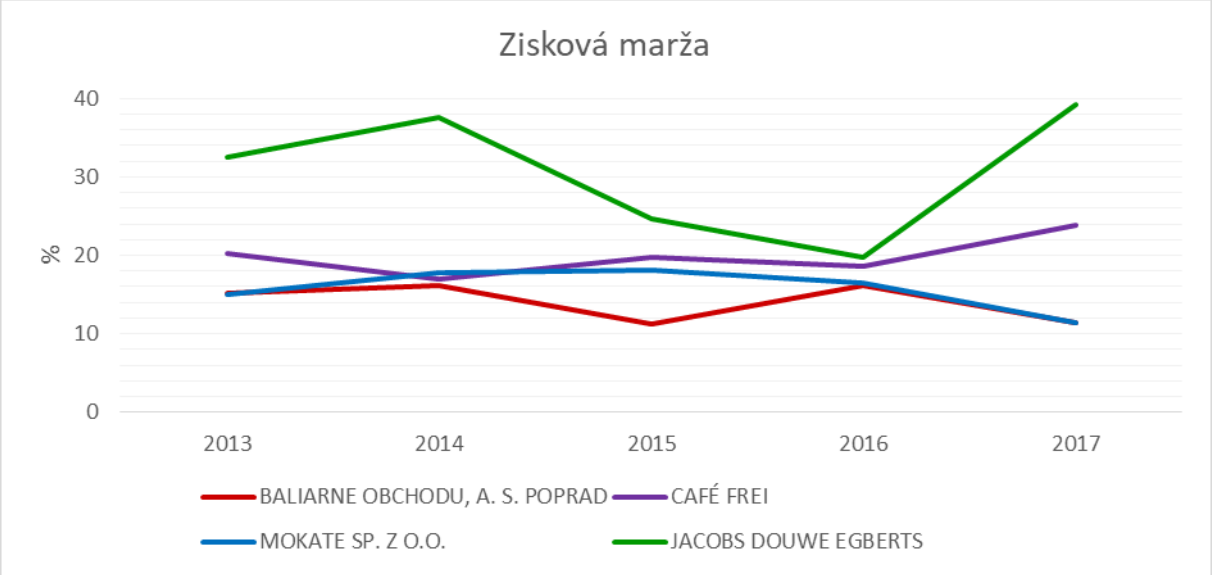
3.3.2.2 Zisková (EBITDA) marža

Ako už bolo spomenuté, zisková marža má vplyv na hodnotu ukazateľa rentabilita aktív, a to priamo úmerne. Čím vyššia je zisková marža, tým vyššiu hodnotu rentability aktív spoločnosť dosiahne. Samotný ukazateľ zobrazuje, aký zisk podnik vyprodukuje na jednotku výkonov. Pomocou ziskovej marže je vhodné sledovať vývoj nákladovosti výroby podniku v čase a vplyv externých trhových faktorov na výslednú hodnotu tržieb. Kalkulácia ziskovej marže bola prevedená na základe vzorca:

$$Zisková\ marža = {Zisk\ pred\ odpismi\ a\ zdanením}/{Výkony}$$

Naviazanosť rentability aktív na ziskovú maržu je jasne zreteľný z nasledujúceho grafu, ktorý čiastočne kopíruje graf č. 9. Hodnoty ziskovej marže si oceňovaná spoločnosť udržuje na podobnej úrovni ako poľská spoločnosť. Naopak, maďarská spoločnosť zaznamenala v poslednom roku opačný trend - nárast v ziskovej marži spoločne s už spomínanou rentabilitou aktív.

Graf 10 - FA: Zisková (EBITDA) marža



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

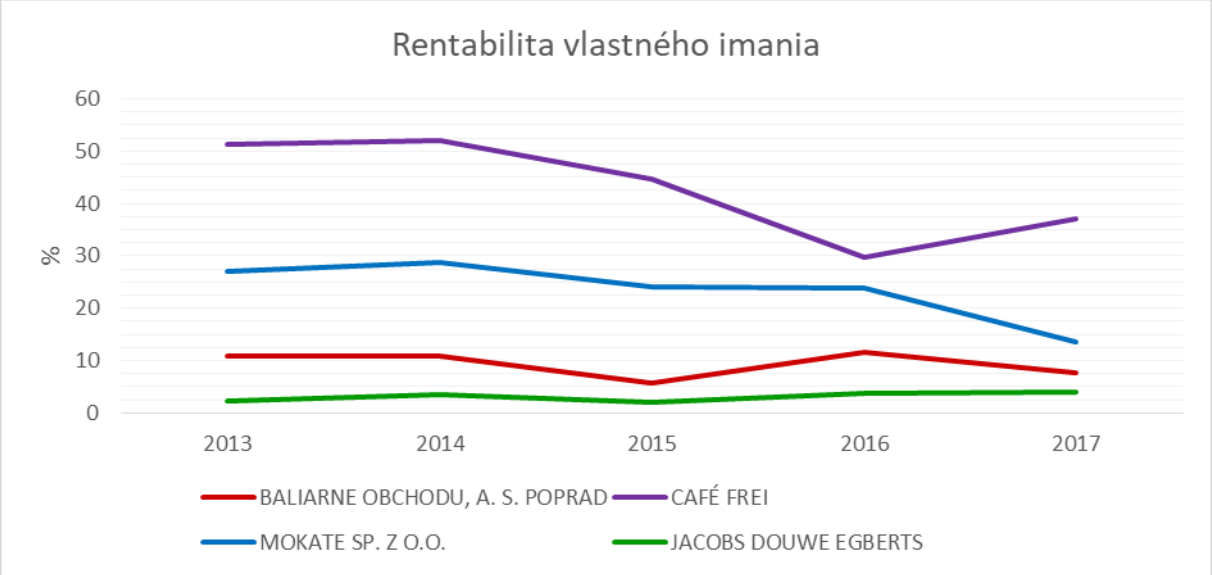
3.3.2.3 Rentabilita vlastného imania

Z pohľadu vlastníkov je dôležitým ukazateľom práve rentabilita vlastného kapitálu (ďalej RVK), ktorá dáva do pomeru výsledok hospodárenia po zdanení a vlastné imanie podniku. Zobrazuje, ako efektívne je manažment podniku schopný zhodnocovať investovaný kapitál do spoločnosti. Rentabilita vlastného imania je vypočítaná pomocou vzorca:

$$Rentabilita\ vlastného\ imania = {}^{Zisk\ pred\ zdanením}/_{Vlastné\ imanie}$$

Rentabilita vlastného imania oceňovanej spoločnosti sa držala v sledovanom období pod priemerom zpomedzi porovnávaných spoločností. Nízke hodnoty ukazateľa RVI sú zapríčinené nižšou ziskovou maržou oproti konkurencii. Druhou príčinou je vysoký podiel vlastného imania k celkovým pasívam spoločnosti (zobrazené vo vertikálnej analýze súvahy), čo zásadne znižuje rentabilitu vlastného imania pod priemerné hodnoty v odvetví.

Graf 11 - FA: Rentabilita vlastného imania



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

3.3.3 Aktivita podniku

„Rozbor aktivity má poslúžiť k hľadaniu odpovede na otázku, ako hospodárime s aktívami, jednotlivými zložkami aktív a aké má toto hospodárenie vplyv na výnosnosť a likviditu.“ (Mařík, 2011a) Ukazatele aktivity získavajú údaje zo súvahy aj z výkazu ziskov a strát. Zobrazujú buď koľkokrát sa určitá zložka majetku za dané obdobie obráti, alebo ako dlho je majetok viazaný v určitej forme.

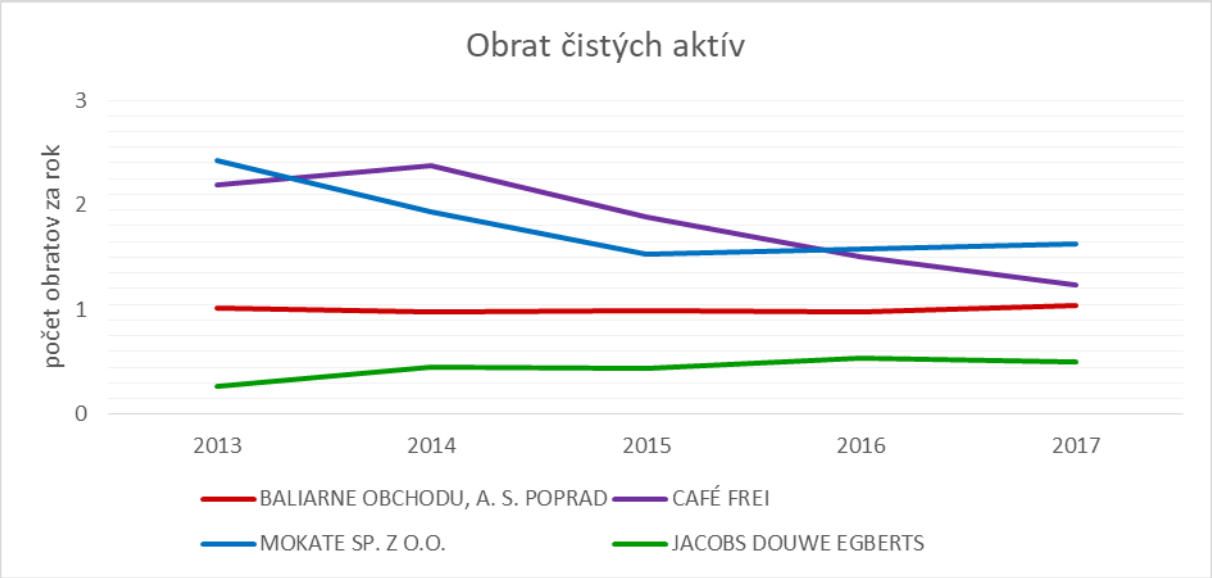
3.3.3.1 Obrat čistých aktív

Ukazateľ obratu aktív vyjadruje efektivitu využitia aktív spoločnosti. Zobrazuje, koľkokrát sa aktíva obrátia v priebehu jedného roka. Z praktického hľadiska by sa mali aktíva za rok obrátiť aspoň jeden krát. Počíta sa ako pomer ročných tržieb, prípadne výkonov k čistým aktívam podniku. Pre kalkuláciu je použitý vzorec:

$$Obrat\ aktív = {}^{Výkony}/_{(Celkové\ aktíva - Krátkodobé\ záväzky)}$$

V odvetví spracovania čaju a kávy na Slovensku je dosahovaná vysoká hodnota obratu aktív, a to až viac ako 4,5 obrátky za rok. V porovnaní s tým, Baliarne obchodu Poprad dosahujú hodnoty okolo 1 obrátky, čím sa blížia k priemerným hodnotám ostatných spoločností z výberu.

Graf 12 - FA: Obrat čistých aktív



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

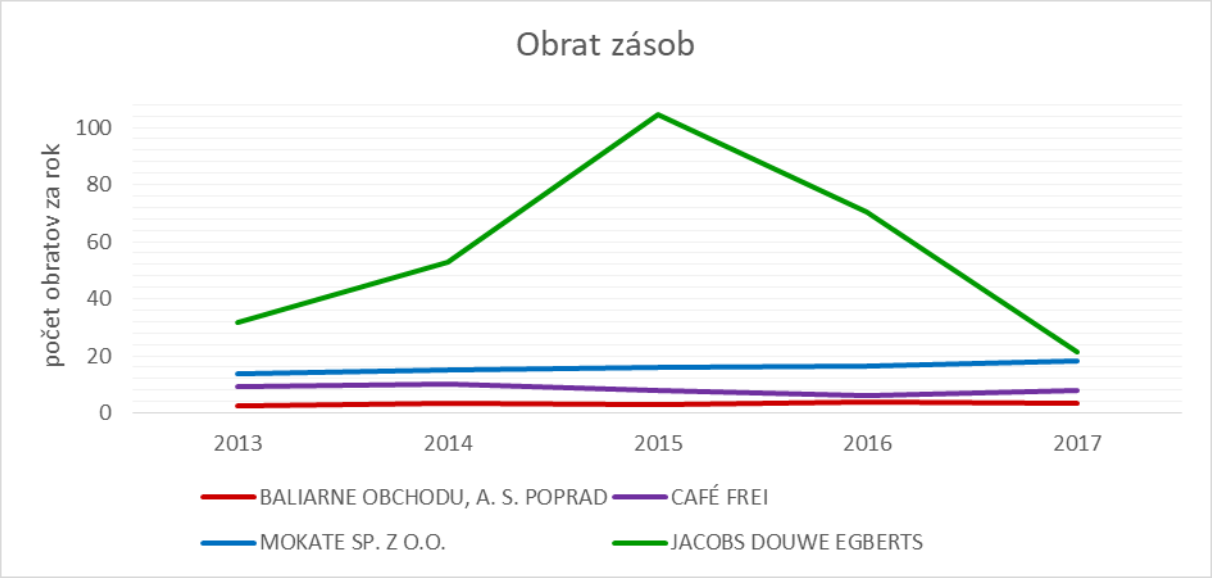
3.3.3.2 Obrat zásob

Dôležitejším ukazateľom aktivity je obrat zásob, ktorý zobrazuje obrátkovosť - koľkokrát sa teoreticky dokážu zásoby obrátiť v priebehu roku. O lepšej výkonnosti podniku vypovedajú vyššie hodnoty obratu zásob. Ukazateľ je počítaný pomocou vzorca:

$$Obrat\ zásob = {}^{Výkony}/_{Zásoby}$$

Obrátkovosťou zásob je na tom oceňovaný podnik horšie ako všetky komparatíva. Ako vyplýva z grafu, BOP postupuje mierne rastúcim trendom, avšak u porovnateľného podniku MOKATO je zachytený výrazne lepší priebeh. Tento fakt zobrazuje nižšiu efektivitu predaja BOP a to, že spoločnosť drží zvýšené skladové zásoby. Extrémne hodnoty viditeľné pri spoločnosti Jacobs Douwe Egberts opäť vyjadrujú veľké vychýlenie. Tentokrát to je na položke zásoby, ktoré klesli približne o 50% v roku 2015 oproti predchádzajúcemu roku.

Graf 13 - FA: Obrat zásob



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

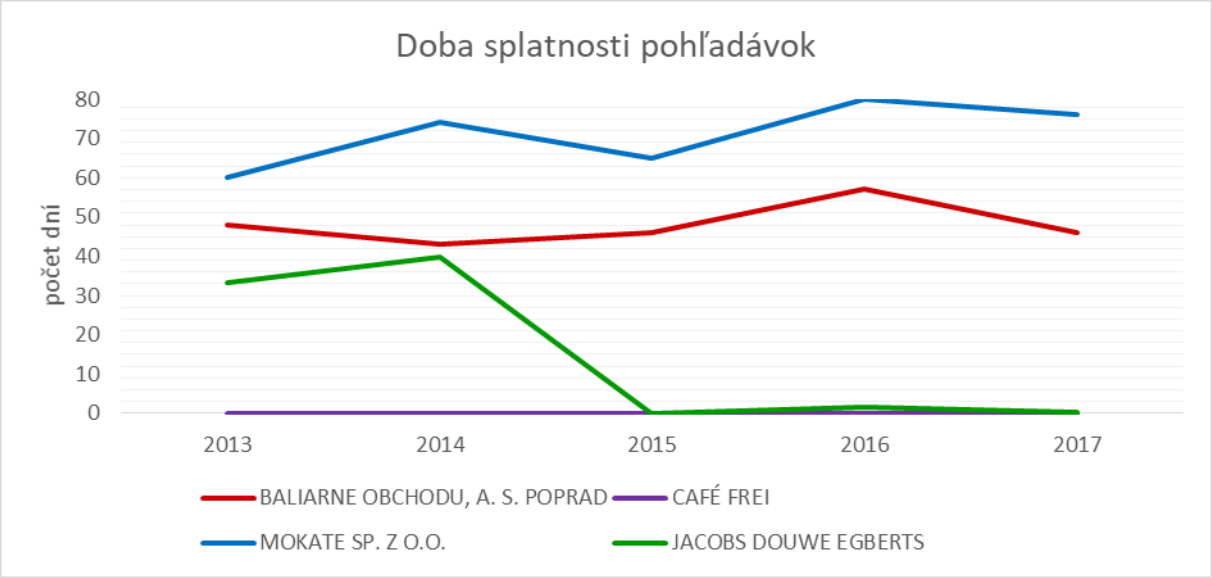
3.3.3.3 Doba splatnosti pohľadávok

Doba splatnosti pohľadávok vyjadruje priemerný počet dní, za koľko sú pohľadávky spoločnosti uhradené. Priaznivejšie pre firmu je nízka hodnota tohto ukazateľa. Výsledné hodnoty sú počítané vzorcom:

$$Doba\ splatnosti\ pohľadávok = {Pohľadávky\ z\ obchodného\ styku}/{Výkony} * 360$$

Z grafu č. 14 je viditeľná lepšia pozícia BOP v porovnaní s dobou splatnosti pohľadávok maďarského a poľského podniku. Nulové hodnoty pri spoločnosti Café Frei a čiastočne Jacobs sú spôsobené nedostatkom, prípadne žiadnymi dátami k danému ukazateľu.

Graf 14 - FA: Doba splatnosti pohľadávok



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

3.3.3.4 Doba splatnosti záväzkov

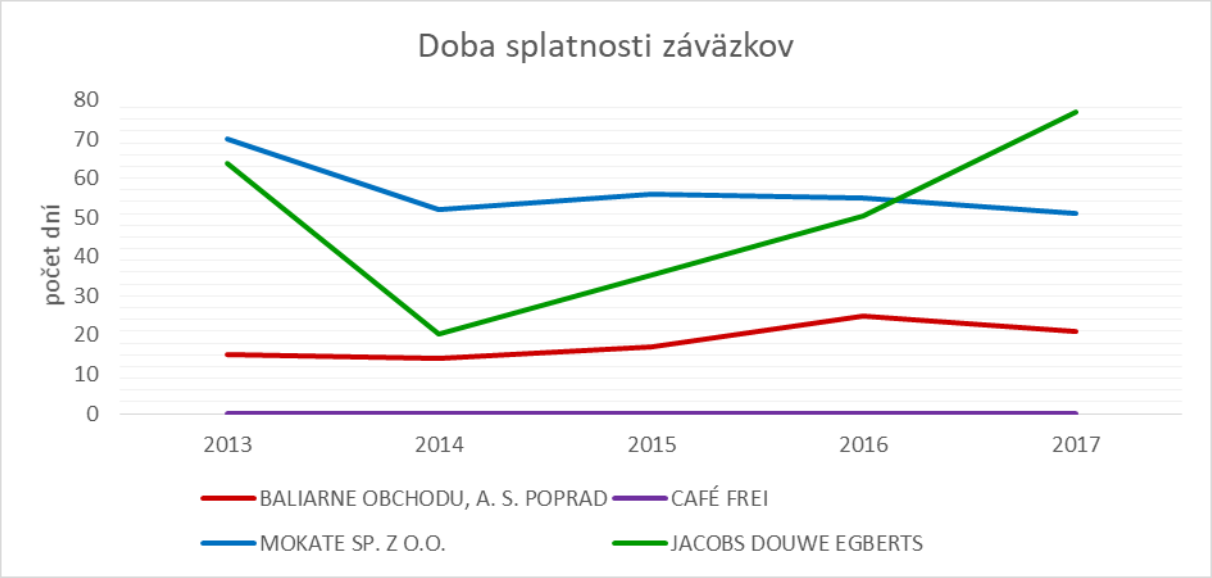
Podobným ukazateľom k dobe splatnosti pohľadávok je doba splatnosti záväzkov, ktorý vyjadruje priemerný počet dní, za ktoré oceňovaná spoločnosť uhradí svoje záväzky voči dodávateľom. Z praktického hľadiska je pre firmy výhodnejšie túto dobu predlžovať až do splatnosti záväzkov a využiť tak neúročené prostriedky. Použitý vzorec pre výpočet ukazateľa je nasledujúci:

$$Doba\ splatnosti\ záväzkov = {Záväzky\ z\ obchodného\ styku}/{Výkony} * 360$$

Baliarne obchodu Poprad patria medzi podniky, ktoré využívajú hlavne vlastný kapitál a uhrádzajú svoje záväzky včas. Z toho vyplývajú aj hodnoty ukazateľa doby splatnosti záväzkov. Jeho hodnoty sú pre podnik nižšie v porovnaní s ďalšími dvoma spoločnosťami. Z grafu je možné pozorovať stabilnú úroveň v posledných rokoch ako pre BOP, tak aj pre podnik MOKATE.

Negatívnym faktom pre oceňovanú spoločnosť je skutočnosť, že doba splatnosti pohľadávok prevyšuje dobu splatnosti záväzkov približne o dvojnásobok. To znamená, že podnik prichádza na určitý čas o vlastné prostriedky, ktoré by inak mohol využiť efektívnejším spôsobom. V prípade ukazateľa doby splatnosti záväzkov nie sú taktiež dostupné žiadne dáta pre podnik Café Frei a v roku 2015 ani pre spoločnosť Jacobs (tie boli pre danú analýzu odhadnuté na základe trendu).

Graf 15 - FA: Doba splatnosti záväzkov



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

3.3.4 Zadĺženosť podniku

Ukazatele zadĺženosti podniku zobrazujú hlavne štruktúru financovania, tj. zobrazujú zloženie pasív spoločnosti. Hodnota cudzích zdrojov v pomere k vlastným zdrojom financovania má dôležitý význam pri určovaní finančnej stability firmy. Tieto ukazatele budú mať nízku váhu v celkovom hodnotení finančnej analýzy, pretože podnik BOP využíva cudzie zdroje k financovaniu podniku v zanedbateľnej miere.

3.3.4.1 Úrokové krytie

Ukazateľ úrokového krytia zobrazuje schopnosť spoločnosti platiť úroky vyplývajúce z prijatého cudzieho kapitálu. Vyjadruje tzv. bezpečnostný vankúš pre veriteľa. Pre potreby finančnej analýzy je k výpočtu použitý vzorec:

$$Úrokové\ krytie = {VH\ z\ hospodárskej\ činnosti} \Big/ {Nákladové\ úroky}$$

U Baliarní obchodu Poprad je možné sledovať hodnoty tohoto ukazovateľa len v rokoch 2014 a 2015, kedy podnik prijal krátkodobú pôžičku od materskej spoločnosti. Úrokové krytie v danom období je mimoriadne vysoké v porovnaní s bežnými hodnotami na trhu, čo je pozitívne z hľadiska finančnej stability firmy a pre prípadného investora, ktorý vyhľadáva nezadĺženú spoločnosť. Z iného pohľadu na vysoké hodnoty úrokového krytia je možné si odvodiť, že podnik nevyužíva dostupné zdroje efektívne. Presnejšie definované, v spoločnosti

sa nevyužíva cudzí kapitál, ktorého náklady sú nižšie v porovnaní s nákladmi na vlastný kapitál. Porovnanie s ostatnými vybranými spoločnosťami z V4 nebolo možné z dôvodu nedostatku dát k výpočtu ukazateľa.

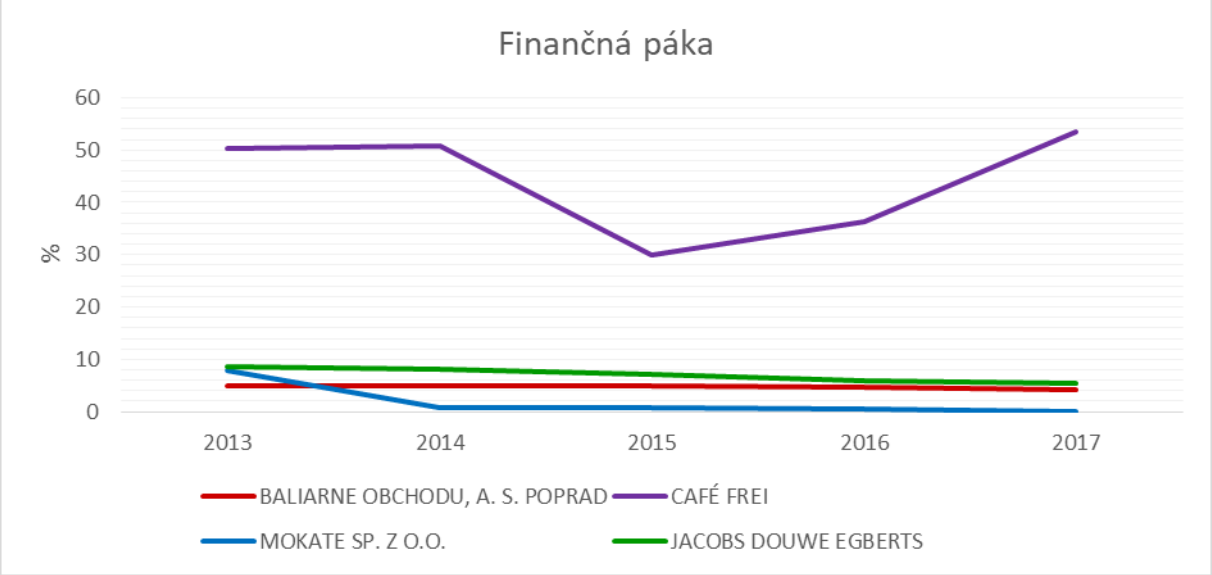
3.3.4.2 Finančná páka

Finančná páka zobrazuje efekt použitia cudzieho kapitálu k zvyšovaniu rentability celého podniku. Tento efekt je zapríčinený hlavne daňovým štítom, kedy úroky vyplývajúce z použitých cudzích zdrojov znižujú zdaniteľný zisk spoločnosti. Použitý ukazateľ finančnej páky je vyjadrený v percentách ako podiel dlhodobých záväzkov a úverov k vlastnému imaniu. Vyjadrené vzorcom:

$$Finančná\ páka = {(Dlhodobé\ záväzky + \ Úvery)}/{Vlastné\ imanie}$$

Keďže BOP nevyužívajú takmer žiaden cudzí kapitál, hodnota tohoto ukazateľa sa drží počas celého sledovaného obdobia pri nule. Opakom je maďarská spoločnosť Café Frei, ktorej hodnoty tohto ukazateľa dosahujú 50%.

Graf 16 - FA: Finančná páka



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

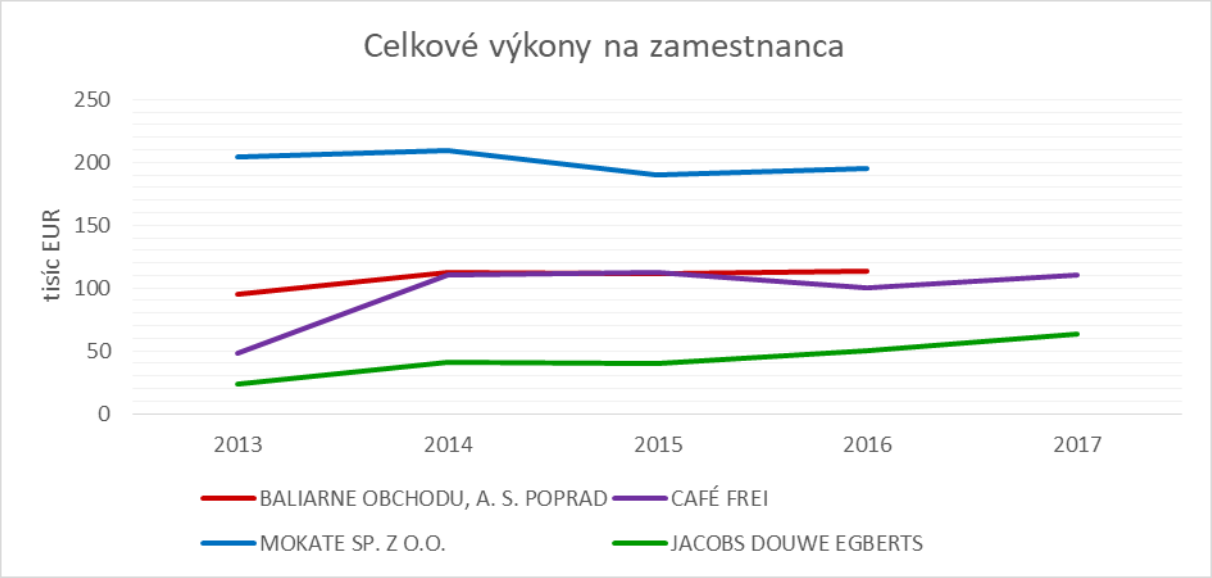
3.3.5 Produktivita

Produktivitu je možné popísať ako efektívnosť s akou sú v podniku využívané dostupné výrobné kapacity. Je merateľná na základe pomeru určitého výstupu a vstupu. V tomto prípade sú za výstup považované celkové výkony a vstupom je počet zamestnancov. Inak vyjadrené, jedná sa o produktivitu práce v podniku kalkulovanú pomocou vzorca:

$$Produktivita\ na\ zamestnanca = {}^{Výkony}/_{Počet\ zamestnancov}$$

Graf nižšie zobrazuje produktivitu v jednotlivých porovnávaných spoločnostiach s jasným, takmer dvojnásobným vedením spoločnosti MOKATO. Oceňovaná spoločnosť sa drží na priemerných hodnotách spoločne s Café Frei.

Graf 17 - FA: Produktivita



Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

3.3.6 Pridaná hodnota

Pridaná hodnota vyjadruje hodnotu, ktorú podnik v rámci výrobného procesu pridá k nákúpeným výrobným vstupom od dodávateľov. V databáze Amadeus, odkiaľ sú čerpané dáta je pridaná hodnota kalkulovaná nasledovne:

$$Pridaná\ hodnota = Daň\ z\ príjmov + Čistý\ zisk + Osobné\ náklady + Odpisy + Nákladové\ úroky$$

Z databázy Amadeus boli dostupné dáta o pridanej hodnote len pre oceňovaný podnik a spoločnosť MOKATE. Zo získaných hodnôt vyplynuli podobné výsledky ako u produktivity. Spoločnosť MOKATE dosahuje dvakrát vyšších hodnôt pridanej hodnoty, ako to je u podniku BOP.

3.3.7 Rýchly test

Ako posledný z finančnej analýzy bol prevedený rýchly test finančného zdravia podniku. Patrí medzi tzv. bodovacie modely, kedy sú jednotlivé vybrané ukazatele známkované. Konkrétne ukazatele by mali byť vhodne zvolené vzhľadom na oceňovaný podnik a odvetvie, v ktorom pôsobí. „Výsledná hodnota sa následne vypočíta ako jednoduchý priemer známok jednotlivých ukazateľov. Podľa konkrétnych potrieb podniku je možné priradiť každému ukazateľu váhu podľa významnosti pre daný podnik a výslednú známku počítať ako vážený priemer.“ (Mařík, 2011a)

Rýchly test pre Baliarne obchodu Poprad je zobrazený v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 6 - FA: Rýchly test

Rýchly test	2014	2015	2016	2017
Podiel vlastného imania na celkovom kapitále	84%	86%	85%	86%
Známka	*1*	*1*	*1*	*1*
Podiel prevádzkového CF k tržbám	33%	1%	20%	6%
Známka	*1*	*4*	*1*	*3*
Rentabilita celkového kapitálu	9%	5%	10%	7%
Známka	*3*	*4*	*3*	*4*
Doba splácania dlhov	0	0	0	0
Známka	*1*	*1*	*1*	*1*
Výsledná známka	**1,5**	**2,5**	**1,5**	**2,25**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Spoločnosť dosiahla v rýchlom teste veľmi dobré známky. Priemer výsledných známok za celé sledované obdobie je 1,9, z čoho vyplýva, že oceňovaná spoločnosť je z pohľadu finančnej analýzy vo veľmi dobrom stave.

3.4 Vyhodnotenie finančnej analýzy

Z finančnej analýzy vyplynulo, že údaje vo finančných výkazoch spoločnosti Baliarne obchodu, a.s. Poprad je možné považovať za úplné a správne.

Aj napriek premenlivým hodnotám v sledovaných štyroch rokoch je možné označiť bilančnú sumu za mierne rastúcu. Hlavnými položkami na strane aktív je dlhodobý hmotný majetok a zásoby, čo je pochopiteľné vzhľadom na to, že oceňovaná spoločnosť je výrobným podnikom. Na strane pasív dominuje vlastné imanie, z ktorého vyplýva, že podnik financuje svoju činnosť primárne len z vlastných zdrojov. Danou štruktúrou financovania je zabezpečená vysoká likvidita firmy z pohľadu všetkých troch stupňov ukazateľa likvidity. Naopak, použitie výhradne vlastných zdrojov na financovanie podniku má za následok nedostatočnú rentabilitu kapitálu.

Z pohľadu analýzy aktivity je na tom oceňovaná spoločnosť taktiež pozitívne. Nízke doby obratu aktív a zásob vyjadrujú bezproblémovosť predaja a fungovania podniku. Neefektivita bola vypozorovaná pri analýze doby splatnosti pohľadávok a záväzkov. Približne dvojnásobná hodnota doby splatnosti pohľadávok oproti záväzkom znamená, že spoločnosť poskytuje dodávateľom neúročené prostriedky, ktoré by bolo možné za určitých podmienok použiť na generáciu zisku.

Takmer pri všetkých ukazateľoch si oceňovaný podnik viedol lepšie ako vybrané spoločnosti z krajín Vyšehradskej skupiny. Celkové finančné zdravie podniku potvrdil aj záverečný rýchly test, pri ktorom firma dosiahla priemernej známky 1,9.

Z uvedeného vyplýva, že spoločnosť je možné považovať za tzv. „going concern“ (nekonečné trvanie podniku) a s prihliadnutím na výsledky strategickej analýzy, bude možné pristúpiť k výnosovému oceneniu.

4 Strategická analýza

Strategická analýza zachytáva analýzu vnútorného a vonkajšieho potenciálu podniku s výstupom vo forme prognózovaných tržieb a zhodnotenia perspektívnosti podniku. K výslednej hodnote plánovaných tržieb vedú dva kroky: prognóza rastu trhu a prognóza rastu trhového podielu. Výsledné hodnoty zo strategickej analýzy budú následne vstupom pre generátory hodnoty, tvorbu finančného plánu a celkové ocenenie podniku.

Ako som už spomínal v úvode finančnej analýzy, komparatívne spoločnosti pre účely strategickej analýzy sa líšia od tých z predchádzajúcej kapitoly. Príčinou je odlišné vymedzenie relevantnej konkruencie, ktorú tvoria v SA spoločnosti pôsobiace v kategórii ekonomickej činnosti SK NACE 4637.

4.1 Analýza vonkajšieho potenciálu podniku

Analýza vonkajšieho potenciálu zhodnocuje možnosti a taktiež aj rizika pre spoločnosť, ktoré ju na danom trhu sprevádzajú. Z hľadiska vonkajšieho potenciálu podniku je základom vymedzenie relevantného trhu, v ktorom spoločnosť pôsobí. Relevantný trh bude vymedzený z hľadiska vecného, teritoriálneho a hľadiska zákazníkov.

4.1.1 Vymedzenie relevantného trhu

Teritoriálne hľadisko

Základom k určeniu vonkajšieho potenciálu podniku je vymedziť jeho relevantný trh. Keďže spoločnost BOP zaznamenáva väčšinu tržieb zo Slovenska budem brať ako relevantný trh z teritoriálneho pohľadu práve územie Slovenskej republiky. Podnik taktiež získava určité tržby z Českej republiky, ktoré sú ale v tomto prípade zanedbateľné (0,48% z celkových tržieb za rok 2017), a teda od nich budem v analýze abstrahovať.

Vecné hľadisko

Z vecného hľadiska, činnosť podniku spočíva v spracovaní kávy a čaju, ktorú následne predáva na relevantnom trhu. Práve z predaja vlastných výrobkov na trhu získava spoločnosť väčšinu tržieb. Z tohoto pohľadu je možné zaradiť podnik do kategórie ekonomickej činnosti *SK NACE 4637 Veľkoobchod s kávou, čajom, kakaom a korením*. Ako vyplýva z definície ekonomickej činnosti, daná katégoria zahrňuje aj činnosti, ktoré sa nezhodujú s ekonomickými činnosťami

oceňovaného podniku (kakao a koreniny). Pre účel analýzy budem vychádzať z prieskumu trhu databázy Statista, ktorá zobrazuje zvlášť prieskum trhu segmentu káva a prieskum trhu segmentu čaj. Ako doplnok je použitá databáza Passport, ktorá obsahuje konkrétne rozdelenie tržieb medzi segmetny káva a čaj pre spoločnosť Baliarne obchodu Poprad.

Medzi dátami získanými z výročných správ spoločnosti a dátami z databáze Statista sú zaznamenané odlišnosti. Tie môžu byť spôsobené napríklad odlišnou výrobou a balením kávy a čaju pre súkromné značky obchdoných reťazcov, prípadne zanedbateľný predaj časti produkcie do Českej republiky. Rozdiel medzi dátami z finančných výkazov a databázy Statista je nutné pre potreby analýzy prealokovať. Výsledné hodnoty, s ktorými budem ďalej pracovať pri prognózach a zostavení finančného plánu sú čísla z finančných výkazov spoločnosti.

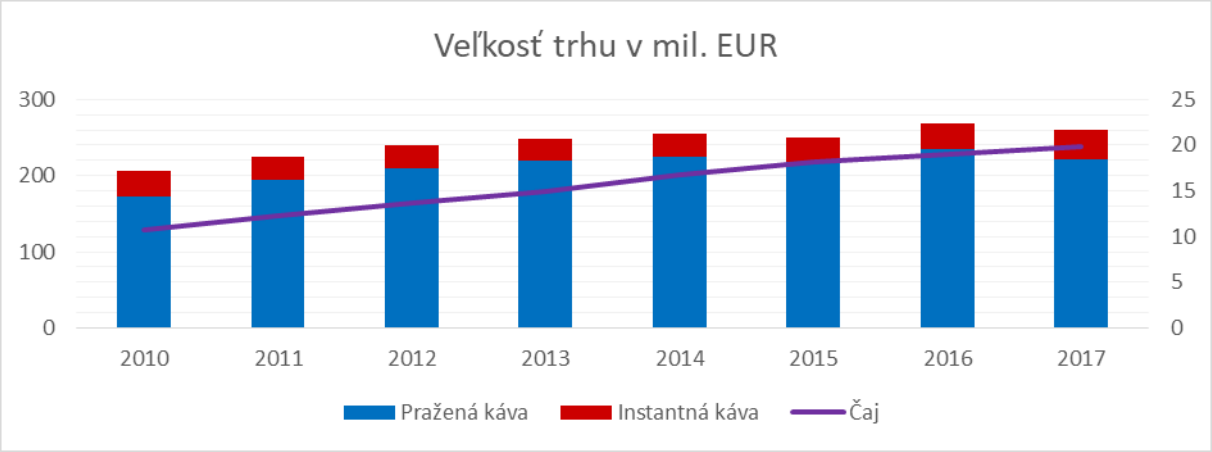
Hľadisko zákazníkov

Z hľadiska zákazníkov patria medzi hlavných odberateľov podniku BOP obchodné reťazce pôsobiace na Slovensku a firemní zákazníci. Spoločnosť Baliarne obchodu Poprad sa už dlhšiu dobu usiluje o výraznejší prienik na trh do Českej republiky prostredníctvom významého medzinárodného obchodného reťazca. V Českej republike majú zatiaľ jedného obchodného partnera, pričom výraznejšie rozšírenie bolo doteraz neúspešné. Podnik ďalej prevádzkuje vlastnú podnikovú predajňu a e-shop, kde okrem svojich výrobkov ponúka aj rôzne kávové a čajové príslušenstvo, ktoré ale v konečnom súčte netvorí významný podiel na celkových tržbách.

Kvantitatívne vymedzenie trhu

Kvantitatívny pohľad na trh taktiež poskytuje databáza Statista v rámci prieskumu trhu. Zo získaných dát je možné vidieť nielen tržby z kávy a čaju na Slovensku z minulosti, ale zároveň je naprojektovaný aj ich vývoj do budúcna. Veľkosť tržieb na vymedzenom relevantnom trhu zobrazuje graf č. 18, v ktorom sú na primárnej ose tržby z kávy rozdelené na praženú kávu a instantnú kávu. Sekundárna os vymedzuje celkové tržby v segmente čaj v Slovenskej republike. Hneď za grafom nasleduje tabuľka č.7 zobrazujúca veľkosť trhu v absolútnych hodnotách (jednotky miliónov EUR).

Graf 18 - Kvantitatívne vymedzenie trhu



Zdroj: Statista (2018a-b), vlastné spracovanie

Tabuľka 7 - Kvantitatívne vymedzenie trhu (mil. EUR)

Veľkosť trhu v mEUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Káva	206,5	224,9	239,2	248,0	254,3	249,5	269,0	259,2
Čaj	10,8	12,3	13,7	15,0	16,8	18,1	19,0	19,9

Zdroj: Statista (2018a-b), vlastné spracovanie

4.1.2 Analýza atraktivity trhu

Analýzu atraktivity trhu začnem popisom základných trendov na trhu s kávou a čajom v Slovenskej republike.

Káva

Na trhu s kávou je možné identifikovať viacero relevantných trendov. Medzi tie hlavné patrí pomalý prechod spotrebiteľov od prípravy klasickej zalievanej kávy k espressu. Tento prechod je spôsobený zvýšenou dostupnosťou espresso kávovarov pre domácnosti a novými kapslovými kávovarmi, ktoré zabezpečujú jednoduchú a rýchlu prípravu kvalitnej kávy v pohodlí domova. Viditeľná je aj zvýšujuca sa ponuka netradičných druhov káv. Napríklad nové druhy bezkofeínových káv a bio, organických káv sú rozširované medzi spotrebiteľov aj prostredníctvom internetových obchodov, ktoré zaznamenali prudký nárast v poslednom období.

Čaj

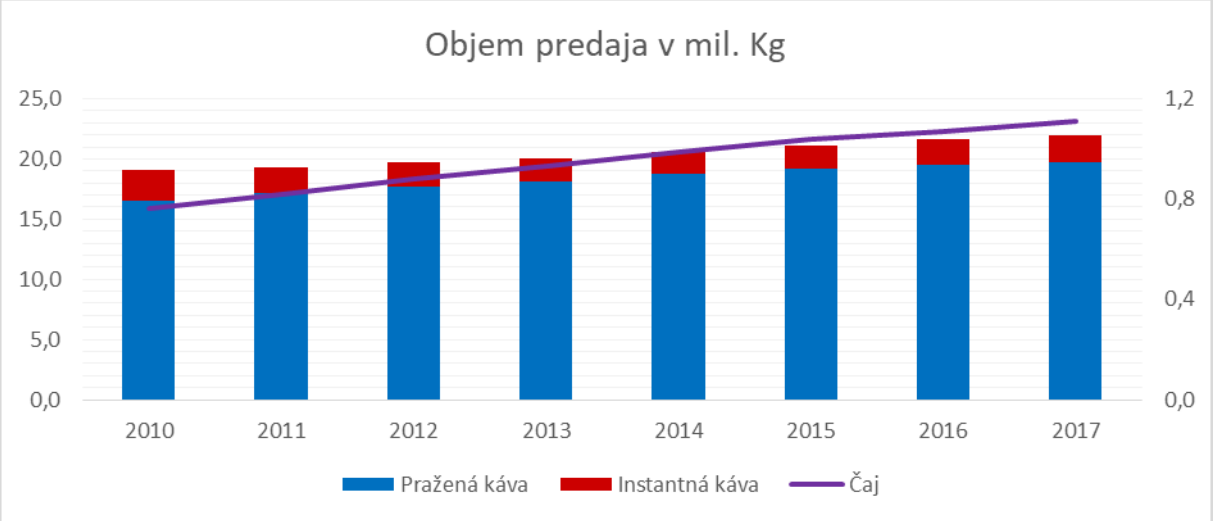
Trendy na trhu s čajom zahrňujú postupnú zmenu preferencií u konečného spotrebiteľa, kde mierne klesá obľúbenosť klasických ovocných čajových zmesí a naopak, rastie popularita funkčných čajov. Medzi funkčné čaje je možné zaradiť zdravé – wellness čajové zmesi a zmesi

namiešané pre konkrétny liečivý a iný prospešný účinok, napr. liečba kašľa, riešenie problémov s trávením, energetické čaje a iné. (Koštál, 2015)

Rast a veľkosť trhu

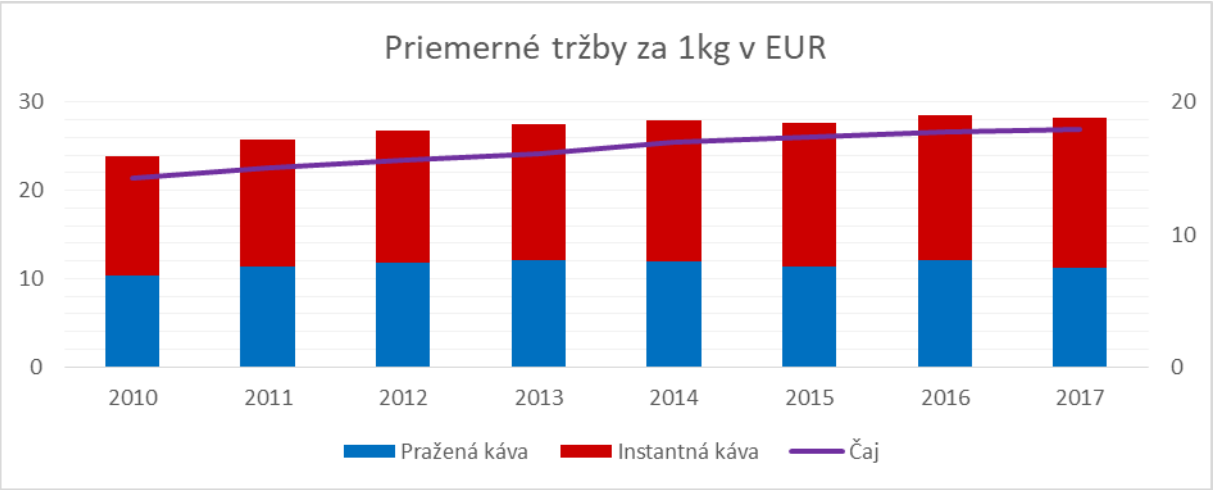
Prvým analyzovaným faktorom atraktivity trhu bol jeho rast v priebehu obdobia. Dáta o objeme predaja kávy a čaju na Slovensku sú získané z prieskumu trhu databázy Statista. Na trhu s kávou bol medzi rokmi 2013 až 2017 zaznamenaný rast, a to jak rast objemu predaja v hmotnostných jednotkách, taktiež v podobnom tempe rast tržieb z predaja kávy. Na trhu s čajom je možné sledovať podobný medziročný nárast v objeme predaja a zároveň aj tržbách, pričom sú zaznamenané významnejšie odlišnosti v tempách rastu. Dôvodom môže byť zvýšený dopyt po kvalitnejšom čaji na slovenskom trhu, prípadne zdraženie tejto komodity vo svete. Práve pohyby cien kávy a čaju na svetových trhoch majú veľký vplyv na hodnotu výsledného produktu. V grafe č. 19 je znázornený vývoj objemu predaja kávy a čaju na Slovensku medzi rokmi 2013 až 2017. Primárna os zachytáva objem predaja v segmente kávy v miliónoch kg, pričom celková hodnota je rozdelená na praženú a instantnú kávu. Na opačnej strane, sekundárna os zobrazuje objem predaja čaju (jednotky v miliónoch kg). Bodové ohodnotenie rastu trhu je 3 a veľkosti trhu 4 z celkových 6 bodov.

Graf 19 - Objem predaja na trhu v mil. Kg



Zdroj: Statista (2018a-b), vlastné spracovanie

Graf 20 - Priemerné tržby za 1 kg v EUR



Zdroj: Statista (2018a-b), vlastné spracovanie

Intenzita konkurencie

Intenzitu konkurencie na trhu s kávou na Slovensku je možné považovať za vysokú. Trhu vládnu 4 veľké spoločnosti, a to: Nestlé Slovensko, Tchibo Slovensko, Baliarne obchodu Poprad a Kraft Foods Slovakia. Každá z dominantných spoločností predáva na trhu viacero druhov kávy. Ostatné podniky sú pomerovo výrazne menšie z pohľadu tržieb. V ostatnom období sú na vzostupe aj mikro pražiarne, ktoré ponúkajú svoju kávu vo vlastných kaviarňach, prípadne v obchodoch na lokálnom území.

Trhu s čajom na Slovensku dominuje firma Baliarne obchodu Poprad s 18% trhovým podielom. Druhá v poradí, s 8% trhovým podielom, je spoločnosť Teekanne. (Databáza Passport, 2018) Trh s čajom je relatívne menej konkurenčný v porovnaní s kávou. V súčasnej dobe sú na trhu populárne wellness čaje a sypané čaje, čo zobrazuje trend smerom k zdravšiemu životnému štýlu. Očakáva sa, že práve tento druh čajov prinesie konkurenčný boj do budúcna.

Bodové ohodnotenie je 2 z 6 bodov pre oba segmenty.

Bariéry vstupu

Na oboch analyzovaných trhoch nie sú významné bariéry vstupu pre nové podniky. Vstup do odvetvia a produkcia nie sú regulované zákonmi. Za významnejšiu bariéru vstupu sa dá považovať nákup moderných strojov a techniky potrebných k produkcii kávy a čaju, ktoré by boli konkurencieschopné z pohľadu kvality a splňovali hygienické štandardy potrebné v potravinárskych prevádzkach. Bodové ohodnotenie 3 z 6 bodov.

Možnosti substitúcie

Z pohľadu substitúcie je možné považovať práve kávu a čaj za vzájomné substitúty. U väčšiny slovákov tvorí minimálne jeden z nápojov neoddeliteľnú súčasť dňa. Na základe faktu, že BOP sú popredným hráčom na trhu s kávou, a zároveň aj čajom na Slovensku, je možné považovať riziko substitúcie u oceňovaného podniku za minimálne.

Bodové ohodnotenie 4 z 6 bodov.

Citlivosť na konjunktúru

Káva aj čaj patria medzi potravinárske produkty, ktoré sú cenovo neelastické. Spotrebitelia sa nerozhodujú o konzumácii týchto produktov v závislosti na vývoji ekonomiky. Tento fakt má pozitívny vplyv na vonkajší potenciál.

Bodové ohodnotenie 4 z 6 bodov.

Štruktúra zákazníkov

Štruktúra spotrebiteľov je veľmi rozmanitá. Čo sa týka spotreby čaju, medzi konzumentov patria osoby všetkých vekových kategórií. Mierne odlišné to je u konzumentov kávy, kde je možné určiť spodnú hranicu ako 16-18 rokov. Z pohľadu pohlavia osôb je spotreba rozdelená približne rovnomerne.

Bodové ohodnotenie 5 z 6 bodov.

Vplyvy prostredia

Medzi hlavné vplyvy prostredia patria hlavne ceny základných komodít na svetových trhoch – ceny kávových zŕn a čajových listov, prípadne iných zložiek čaju. Oba segmenty sú ovplyvňované dianím na svetových komoditných trhoch, preto sú ohodnotené 3 z celkových 6 bodov.

Vyhodnotenie analýzy vonkajšieho potenciálu (potenciál trhu) je zobrazené v tabuľke č. 8, kde sú jednotlivým kritériám priradené váhy od 1 do 3 a bodové ohodnotenie od 0 do 6, pričom 0 zobrazuje najhoršiu možnú variantu a 6 najlepšiu variantu.

Tabuľka 8 - Vyhodnotenie analýzy vonkajšieho potenciálu

Vyhodnotenie analýzy vonkajšieho potenciálu									
Kritérium hodnotenia	Váha	Výhoda konkurencie			Priemer	Výhoda podniku			Body x Váha
		0	1	2	3	4	5	6	
Rast trhu	2				X				6
Veľkosť trhu	3					X			12
Intenzita konkurencie	2			X					4
Bariéry vstupu	1				X				3
Možnosti substitúcie	1					X			4
Citlivosť na konjunktúru	2					X			8
Štruktúra zákazníkov	2						X		10
Vplyvy prostredia	1				X				3
Spolu	**14**								**50**
Maximálny počet bodov									84
Výsledný počet bodov									50
Hodnotenie									**60%**

Zdroj: Mařík (2011a), vlastné spracovanie

Na základe výslednej kalkulovanej hodnoty 60% je možné konštatovať, že segmenty káva a čaj sú na trhu považované za atraktívne v porovnaní s inými segmentami na trhu. Medzi pozitívne faktory, ktoré vplývajú na výslednú hodnotu, patrí široká zákaznícka základňa a nízka citlivosť na konjunktúru. Naopak, negatívne na podnikanie v oblasti kávy a čaju vplýva intenzita konkurencie a vonkajšie vplyvy prostredia, hlavne pohyb cien kávových zŕn a čaju na globálnom trhu.

4.1.3 Prognóza vývoja trhu

Z dôvodu rozdielneho historického tempa rastu segmentu kávy a čaju, v ktorých oceňovaná spoločnosť pôsobí, bude prognóza vývoja trhu pripravená oddelene pre kávu a čaj. Použitie štatistických metód je dôležitým atribútom pre správnosť konečného výsledku. Vstupné dáta pre analýzu a prognózu trhov pomocou regresného modelu sú získané z databázy Statista a siahajú v minulosti po rok 2010. K analýze časových radov je použitá lineárna regresná analýza. Výsledné hodnoty zobrazuje tabuľka č. 9. Oba modely (káva, čaj) vykázali kvalitné výsledky, potvrdené vysokou hodnotou koeficientu determinácie (R^2 - v prípade kávy 0,99 a v prípade čaju 0,83) a nízkou hodnotou ukazateľa významnosti (Významnosť F v hodnote 1,78E-07 pri káve a 0,0015 pri čaji).

Tabuľka 9 - Prognóza trhu: Regresná analýza (mil. EUR)

Káva		Čaj	
Rok	Tržby mEUR	Rok	Tržby mEUR
2010	217,7	**2010**	11,0
2011	225,2	**2011**	12,4
2012	232,6	**2012**	13,7
2013	240,1	**2013**	15,0
2014	247,6	**2014**	16,4
2015	255,0	**2015**	17,7
2016	262,5	**2016**	19,0
2017	269,9	**2017**	20,4
2018	277,4	**2018**	21,7
2019	284,9	**2019**	23,0
2020	292,3	**2020**	24,4
2021	299,8	**2021**	25,7
2022	307,2	**2022**	27,1
2023	314,7	**2023**	28,4

Zdroj: Statista (2018a-b), vlastné spracovanie

Avšak, z dôvodu nízkej robustnosti modelu (dáta len do roku 2010), sú výsledky regresnej analýzy použité len ako podporné, pričom hodnoty prognózy tržieb sú prevzaté z analýzy trhu portálu Statista, ktoré projektujú vývoj do roku 2023 a sú, vzhľadom na použitý algoritmus, presnejšie. Hodnoty tržieb na trhu v miliónoch EUR použité do prognózy zobrazuje tabuľka č. 10.

Tabuľka 10 - Prognóza trhu: Analýza Statista (mil. EUR)

Prognózované tržby v mEUR		2018	2019	2020	2021	2022
Káva		271,8	282,6	293,5	304,9	316,5
	Tempo rastu	*4,9%*	*4,0%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,8%*
Čaj		20,2	20,8	21,4	22,0	22,6
	Tempo rastu	*1,5%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,8%*	*2,7%*

Zdroj: Statista (2018a-b), vlastné spracovanie

4.2 Analýza vnútorného potenciálu podniku

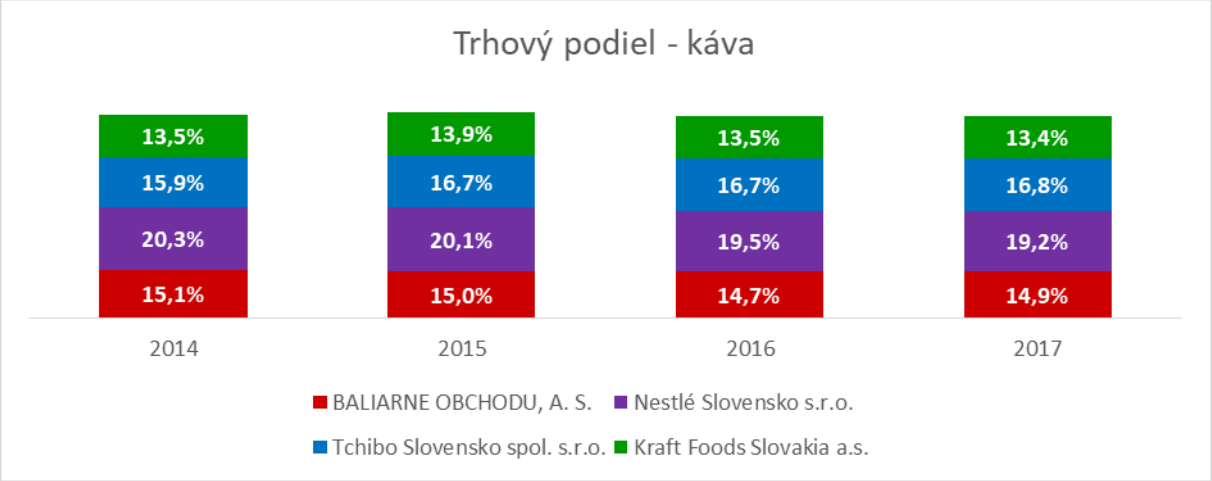
Výsledkom analýzy vnútorného potenciálu je prognóza vývoja trhového podielu oceňovaného podniku. Analýza vnútorného potenciálu začína vyčíslením podielu na relevantnom trhu, ktorý dosahujú Baliarne obchodu Poprad. Nasleduje vymedzenie a popis hlavných konkurentov v závere spolu s analýzou priamych a nepriamych faktorov, ktoré majú vplyv na konkurencieschopnosť firmy.

4.2.1 Stanovenie trhového podielu oceňovaného podniku

Z dôvodu, že spoločnosť pôsobí súčasne na trhu s kávou a čajom, je zložité kvantitatívne vymedziť trhový podiel Baliarní obchodu Poprad. Zároveň, oceňovaná spoločnosť svoje produkty sama na Slovensku vyrába (primárne sa teda radí do SK NACE 1083), ale jej hlavná konkurencia na slovenskom trhu predáva tovar dovezený a vyrobený v zahraničí (SK NACE 4637). Trhový podiel by sa teda mal vymedziť hlavne z kategórie SK NACE 4637, do ktorého mimo veľkoobchodu s kávou a čajom patria aj komodity kakao a koreniny. Kvôli nedostatočným dátam a zložitému procesu vymedzenia konkrétneho trhu a trhového podielu z dostupných databáz, je použitá analýza trhu z databázy Passport.

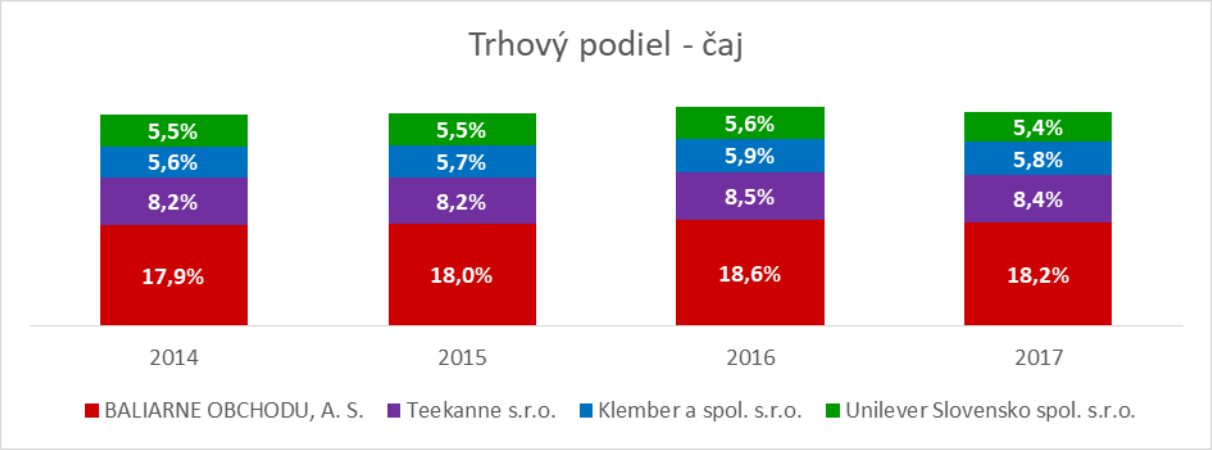
V grafe č. 21 a č. 22 je zobrazený vývoj trhového podielu podniku v segmente káva a čaj v porovnaní s konkurenciou na Slovensku. V roku 2016 spoločnosť BOP zaznamenala mierny pokles v tržbách kávy oproti konkurencii. Výkyv v trhovom podiele je však minimálny a zobrazuje schopnosť podniku udržiavať si svoje percento z trhu v sledovanom období. Faktory podporujúce trend sú popísané neskôr v analýze vnútorného potenciálu. Podiel v segmente čaju u podniku BOP zachycuje naopak mierne rastúcu hodnotu v roku 2016 a pokles v 2017. Celkovo je možné zhodnotiť historický vývoj trhových podielov štyroch najväčších hráčov na trhu ako stabilný.

Graf 21 - Podiel na trhu s kávou



Zdroj: Databáza Passport (2018), vlastné spracovanie

Graf 22 - Podiel na trhu s čajom



Zdroj: Databáza Passport (2018), vlastné spracovanie

4.2.2 Identifikácia hlavných konkurentov[3]

Nestlé Slovensko s.r.o.

Najväčšia spoločnosť na trhu z pohľadu tržieb z predaja kávy. Jej trhový podiel klesol v roku 2018 na 18,8% z dôvodu silnejúcej konkurencie ďalších veľkých hráčov na trhu. Jej najpredávanejším produktom v segmente kávy na slovensku sú instantné kávy Nescafe a Nescafe Gold, ktoré mali v roku 2018 trhový podiel 13,1% a 3,0%.
Spoločnosť pravidelne silne propaguje svoje značky formou reklamných kampaní v televízii, internetových médiách a reklamnými predmetmi priloženými k zakúpeným produktom. (Nestlé, 2018)

Tchibo Slovensko spol. s.r.o.

Na slovenskom trhu zastupuje druhé miesto s trhovým podielom 17,0%. Spoločnosť Tchibo sa snaží pravidelne obnovovať portfólio ponúkaných produktov a tým zaujať stále väčšie množstvo spotrebiteľov. Produkty je možné zakúpiť prostredníctvom internetového obchodu alebo väčšieho množstva kamenných predajní po celom Slovensku. Hlavnými značkami spoločnosti sú Eduscho (trhový podiel 7,5%) a Tchibo (trhový podiel 6,5%). (Tchibo, 2018)

[3] Databáza Passport (2018)

Kraft Foods Slovakia a.s.

Spoločnosť Kraft Foods Slovensko vlastní viacero značiek v segmente kávy, avšak na Slovensku je ponúkaná hlavne značka Tassimo. Tassimo zahrňuje multinápojové prístroje, do ktorých spoločnosť ponúka kávu, čaj a iné teplé nápoje vo forme kapsúl. Prístroje sú vyrábané v spolupráci so spoločnosťou Bosch. Podiel značky Tassimo na slovenskom trhu je 1,7%.

Klember a spol. s.r.o.

Klember, ako jediná spoločnosť z vybraných komparatív, vyrába čaj a kávu na území Slovenska. Na trhu s kávou zastáva 2,2% podiel a radí sa na 5. miesto vzhľadom na veľkosť tržieb. Inak to je na trhu s čajom, kde má trhový podiel 5,8%. Portfólio produktov pozostáva z instantnej, zrnkovej, ako aj mletej kávy a veľkého množstva rôznych druhov čaju. (Klember, 2018)

Teekanne s.r.o.

Teekanne je druhou najväčšou spoločnosťou na slovenskom trhu s čajom. Na Slovensku, kde pôsobí od roku 2012, si vytvorila trhový podiel 8,3%. Svoje marketingové aktivity sústreďuje hlavne na televízne kampane a reklamy na sociálnych sieťach. (Teekanne, 2018)

Unilever Slovensko spol. s.r.o.

Ďalšou významnou spoločnosťou na slovenskom trhu s čajom je Unilever Slovensko s produktovou radou Lipton. Spoločnosť ponúka širokú škálu výrobkou, mimo iného aj populárne ľadové čaje. Na trhu s čajom v Slovenskej republike mala v roku 2017 trhový podiel 5,4%. (Unilever, 2018)

4.2.3 Priame faktory

Kvalita výrobkov

O kvalite produktov oceňovanej spoločnosti svedčí jej vysoký trhový podiel v oboch segmentoch produkcie. Mimo toho, kvalitu výrobkov dokazujú aj dosiahnuté certifikáty systému manažérstva. Od roku 2005 je spoločnosť držiteľom troch certifikátov, EN ISO 14001:2015, BS OHSAS 18001:2007 a EN ISO 9001:2015. Aj napriek spomínaným certifikátom je kvalita výrobkov porovnateľná s konkurenciou, ktorá musí dodržovať aspoň minimálne štandardy, ktoré na trhu sú.

Na základe analýzy je bodové ohodnotenie 3 z 6 bodov.

Škála sortimentu

Škála sortimentu BOP je veľmi široká. V segmente kávy ponúka spoločnosť 23 druhov káv v 4 typoch spracovania (mletá, zrnková, instantná, dekofeínovaná) a v 2 predávaných značkách (Popradská a Mistral Selection). Sortiment čaju zahŕňa veľké množstvo druhov čajov v 8 kategóriách (čierny, zelený, biely, ovocný, bylinný, liečivý, wellness a sypaný čaj) a v 3 predávaných značkách (Popradský, Mistral a Mistral Selection). Mimo kávy a čaju je možné od spoločnosti zakúpiť široký sortiment kávového a čajového príslušenstva. Pre porovnanie, Nestlé ponúka taktiež produkty kávy a čaju, a to spolu 22 druhov; Tchibo predáva kávy pod štyroma značkami a čaj pod jednou značkou. Veľký konkurent na Slovensku, spoločnosť Klember, má v ponuke klasické aj instantné kávy, množstvo druhov čajov a celkovo viac než 20 druhov produktov.

Bodové ohodnotenie 4 z 6 bodov.

Cenová úroveň

Cenová úroveň produktov kopíruje široký sortiment produkcie podniku. Spoločnosť vyrába produkty v štandardnej kvalite za bežné ceny u podobných produktov na trhu, pričom sortiment zahŕňa aj prémiové výrobky s vyššou cenou. Z dôvodu, že obchodné reťazce tvoria primárny distribučný kanál pre konečného spotrebiteľa, všetky produkty musia byť na trhu cenovo konkurenčné. Predajné ceny odzkadľujú mieru kvality produktov a pohybujú sa na úrovni priemeru trhu.

Bodové ohodnotenie 3 z 6 bodov.

Intenzita reklamy

Spoločnosť sa prezentuje primárne pomocou reklamných spotov na internete a v televízii. V roku 2018 prebehla rozsiahla televízna kampaň, kde bola vtipne predstavená terminológia z oblasti kávy a zaujímavým spôsobom prepojené aktuálne sociálne trendy s tématikou kávy. Televízna kampaň zaznamenala veľký úspech. Vo všeobecnosti je ale oceňovaná spoločnosť menej aktívna v oblasti marketingu v porovnaní s jej konkurenciou. Napríklad výrazné reklamné kampane medzinárodných konkurenčných spoločnosti Nestlé a Tchibo sú výraznejšie a pravidelnejšie. Preto je pridelené bodové ohodnotenie 2 z 6 bodov.

Výhoda miesta a distribúcie

Spoločnosť sústreďuje svoju výrobu na dvoch miestach na východnom Slovensku, kde sú náklady na zamestnancov nižšie v porovnaní so západným Slovenskom. Táto lokácia je ale nevýhodná z pohľadu distribúcie produktov na západ a prípadnej expanzie do Českej republiky, z dôvodu zvyšujúcich sa nákladov na dopravu.

Bodové ohodnotenie 3 z 6 bodov.

4.2.4 Nepriame faktory

Riadiaci pracovníci

Vedenie spoločnosti je bez zásadných zmien za celé sledované obdobie. Ako vyplýva z finančnej analýzy, spoločnosť generuje stabilnú úroveň tržieb, s miernym nárastom v posledných dvoch rokoch. Taktiež rentabilita vlastného kapitálu je udržovaná na stabilnej úrovni. Celkovo je možné ohodnotiť výkony riadiacich pracovníkov na 4 z 6 bodov.

Zamestnanci

Podnik v roku 2017 zamestnával 223 zamestnancov. V aktuálnom prostredí na trhu je náročne získavať kvalitných zamestnancov, a preto je potrebné udržať si tých súčasných. Okrem toho, konkurenčné spoločnosti predstavujú konkurenciu pre oceňovaný podnik aj na trhu práce. Na základe týchto dôvodov je viditeľný každoročný nárast v priemernej mzde v podniku, ako aj pravidelný nárast v osobných nákladoch. Faktor zamestnancov je ohodnotený nižším počtom bodov, ako u riadiacich pracovníkov, 3 z 6 bodov.

Inovácie

Baliarne obchodu Poprad sú inovatívne v oboch segmentoch podnikania, sledujú nové trendy na trhu a prinášajú adekvátne produkty. Podľa výročných správ, v segmente kávy uspeli nové kávy Crema espresso, Classico espresso a zrnková káva Extra špeciál. V segmente čaju manažment správne odhadol trend a priniesol na trh novú radu Wellness, ktorá dosiahla očakávané objemy predaja. Spoločnosť sa snaží byť inovatívna aj vo vizuálnej oblasti, ako napríklad redizajnom loga určitých produktov a modernými obalmi kávy a čajov.

Bodové ohodnotenie 5 zo 6 bodov.

Majetok a investície

Podnik vykazuje každoročne vyššiu hodnotu odpisov ako investícií do majetku, čo je z dlhodobého hľadiska negatívny stav. Na druhú stranu, v posledných rokoch je v spoločnosti viditeľný trend zvyšovania investícií do rozšírenia a modernizácie technologických zariadení. Baliarne obchodu Poprad zároveň vykazujú vysokú hodnotu voľných peňažných prostriedkov, ktoré potvrdzujú, že spoločnosť má dostatok zdrojov na potenciálne budúce investície.

Bodové ohodnotenie 3 z 6 bodov.

Finančná situácia

Finančná situácia oceňovaného podniku je analyzovaná v rámci kapitoly finačná analýza. Ako vyplýva z výsledných hodnôt, spoločnosť je v dobrej finančnej kondícii a je možné predpokladať „going concern“ do budúcna. Negatívnym prvkom je vysoká hodnota držaných peňažných prostriedkov, bez ich investovania a zhodnocovania.

Bodové ohodnotenie 4 z 6 bodov.

Výsledné hodnotenie analýzy vnútorného potenciálu je zobrazené v tabuľke č. 11.

Tabuľka 11 - Vyhodnotenie analýzy vnútorného potenciálu

Vyhodnotenie analýzy vnútorného potenciálu											
	Kritérium hodnotenia	Váha	Výhoda konkurencie			Priemer	Výhoda podniku			Body x Váha
			0	1	2	3	4	5	6	
Priame faktory	Kvalita výrobkov	3				X				9
	Škála sortimentu	2					X			8
	Cenová úroveň	3				X				9
	Intenzita reklamy	2			X					4
	Výhoda miesta a distribúcie	1				X				3
Nepriame faktory	Riadiaci pracovníci	2					X			8
	Zamestnanci	1				X				3
	Inovácie	2						X		10
	Majetok a investície	2				X				6
	Finančná situácia	1					X			4
Spolu		**19**								**64**
Maximálny počet bodov										114
Výsledný počet bodov										64
Hodnotenie										**56%**

Zdroj: Mařík (2011a), vlastné spracovanie

4.2.5 Prognóza vývoja trhového podielu

Z analýzy priamych a nepriamych faktorov vyplýva, že 56% je hodnota pozitívna pre budúce fungovanie podniku a udržanie hodnoty trhového podielu. Medzi pozitívne faktory patrí široký sortiment výrobkov a inovácie v podniku. Naopak, medzi negatívne prvky patria hlavne nízke investície do majetku, nízka miera propagácie a lokalizácia podniku v nevýhodnom prostredí vzhľadom na distribúciu.

Zohľadňujúc fakt, že oceňovaná spoločnosť pôsobí na trhu už dlhšiu dobu a drží sa na prvých miestach v objemoch predaja kávy a čaju na Slovensku, vývoj trhového podielu je odhadovaný na stabilnej úrovni, v pláne na priemernej hodnote trhového podielu v rokoch 2014 až 2017. Hlavným predpokladom je udržanie dominantnej pozície voči konkurencii. Výsledná prognóza hodnôt trhového podielu pre Baliarne obchodu Poprad je v segmente káva 15% a v segmente čaj 18% z celkového objemu predaja v Slovenskej republike.

4.3 Prognóza tržieb podniku

Výsledná hodnota prognózovaných tržieb podniku vychádza z analýzy vnútorného a vonkajšieho potenciálu. Index rastu tržieb je projektovaný oddelene pre segment kávy a čaju. Rozdelenie tržieb BOP je získané ako aktuálna hodnota tržieb z výkazu ziskov a strát spoločnosti za rok 2017, vynásobené trhovým podielom prevzatým z analýzy portálu Passport. Na získané segmentové hodnoty tržieb z portálu Statista je následne aplikovaný prognózovaný index rastu. Pre segment kávy je v terminálnom období zvolený rast trhu na úrovni 3%. Nižšia hodnota rastu v 2. fáze oproti rastu v poslednom roku 1. fázy plánu zachytáva spomalený vývoj trhu a naznačuje priblíženie sa k tempu rastu v historickom období. V segmente čaju je taktiež zvolený 3% terminálny rast z dôvodu rýchlejšieho tempa rastu v historickom období, v porovnaní s rastom v 1. fáze plánu. Zároveň sú obe hodnoty rastu (pre kávu a čaj) vyššie, ako je priemerná hodnota inflácie prognózovanej Národnou bankou Slovenska (2,58%). (NBS, 2018)

Výpočet prognózovaných tržieb spoločnosti je zobrazený v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 12 - Prognóza tržieb oceňovaného podniku (EUR)

Prognóza tržieb - káva EUR	2018	2019	2020	2021	2022	Terminálna hodnota
Index rastu tržieb trhu	104,86%	103,97%	103,86%	103,88%	103,80%	103,00%
Trhový podiel	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Index rastu trhového podielu	100,67%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Index rastu tržieb podniku	105,56%	103,97%	103,86%	103,88%	103,80%	103,00%
Tržby BOP - káva	**25 031 417**	**26 026 043**	**27 029 878**	**28 079 761**	**29 148 063**	**30 022 505**

Prognóza tržieb - čaj EUR	2018	2019	2020	2021	2022	Terminálna hodnota
Index rastu tržieb trhu	101,51%	102,97%	102,88%	102,80%	102,73%	103,00%
Trhový podiel	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Index rastu trhového podielu	98,90%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Index rastu tržieb podniku	100,39%	102,97%	102,88%	102,80%	102,73%	103,00%
Tržby BOP - čaj	**2 232 382**	**2 298 691**	**2 364 999**	**2 431 308**	**2 497 616**	**2 572 544**

Index rastu tržieb podniku celkom	105,12%	103,89%	103,78%	103,80%	103,72%	103,00%
Tržby celkom EUR	**27 263 799**	**28 324 733**	**29 394 877**	**30 511 068**	**31 645 679**	**32 595 049**

Zdroj: Statista (2018a-b), Databáza Passport (2018), vlastné spracovanie

Graf č. 23 nižšie, zobrazuje vývoj hodnoty celkových tržieb podniku v prognózovanom období. Ako už bolo spomínané, tržby rastú pri predpoklade potenciálneho zvýšenia celkového objemu predaja na trhu a stabilizácii trhového podielu. Z grafu je viditeľné, že na začiatku 1. fázy je rast výraznejší s miernou stabilizáciou do začiatku 2. fázy. Týmto je splnená podmienka stabilizovaných vstupov do výpočtu terminálnej hodnoty.

Graf 23 - Prognóza tržieb oceňovaného podniku



Zdroj: Statista (2018a-b), Databáza Passport (2018), vlastné spracovanie

5 Generátory hodnoty a finančný plán

Generátory hodnoty sú veličiny, ktoré podstatným spôsobom určujú výslednú hodnotu podniku. Medzi základné generátory hodnoty, ktoré sú aj analyzované v rámci tejto kapitoly patria tržby, marža z prevádzkového zisku, investície do pracovného kapitálu a investície do dlhodobého majetku. (Mařík, 2011a)

Pred samotným rozborom generátorov hodnoty je nutné previesť niekoľko úprav, ktorými sú: rozčlenenie aktív na prevádzkovo potrebné a prevádzkovo nepotrebné, vyjadriť prevádzkovo potrebný investovaný kapitál a upraviť výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti na korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH) pred odpismi a zdanením.

Vybrané obdobie pre analýzu generátorov hodnoty je totožné s obdobím finančnej analýzy, kedy 1. fáza začína rokom 2018 a končí rokom 2022. Druhá fáza začína v následnom roku 2023 a podľa princípu „going concern“ nie je uvažovaná konečná hranica. Finančný plán je zostavený pre obdobie 1. fázy ocenenia.

5.1 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Podstatou rozdelenia aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné je vyčlenenie aktív nezapájajúcich sa do hlavnej prevádzkovej činnosti podniku, a tým ich nezahrnutie do primárneho ocenenia. Prevádzkovo nepotrebné aktíva negenerujú hlavné príjmy spoločnosti, týkajú sa ich riziká odlišné od rizík prevádzkovo potrebných aktív a často sú oceňované z iného pohľadu a inými metódami v porovnaní s prevádzkovo potrebnými aktívami. (Mařík, 2011a)

5.1.1 Dlhodobý majetok

Z pohľadu dlhodobého nehmotného majetku sú všetky položky zahrnuté do prevádzkovo potrebných aktív. U výrobného podniku, akým sú Baliarne obchodu Poprad, tvorí nehmotný majetok výhradne softvér používaný k riadeniu podniku a administratíve v hlavnej prevádzkovej činnosti podniku.

Hmotný majetok tvorí podstatnú časť dlhodobých aktív. Na základe dostupných zdrojov je dlhodobý hmotný majetok v celej svojej výške považovaný za prevádzkovo potrebný z dôvodu jeho podieľania sa na hlavnej podnikateľskej činnosti spoločnosti (výroba, obchod, distribúcia atď.). Skladá sa z pozemkov, stavieb, samostatných hnuteľných vecí a v malej miere ostatný dlhodobý hmotný majetok.

Do dlhodobého finančného majetku BOP patria ostatné realizovateľné cenné papiere a podiely v spoločnostiach. Oceňovaný podnik drží ku koncu roku 2017 majetkový podiel v spoločnosti Severofrukt Travčice v účtovnej hodnote 53 691 EUR a majetkový podiel v spoločnosti Július Meinl v účtovnej hodnote 126 EUR. Dlhodobý finančný majetok je v celej svojej výške považoavný za prevádzkovo nepotrebný.

5.1.2 Obežné aktíva

Prvá z položiek obežných aktív – zásoby, sú považované v celej výške za prevádzkovo potrebné z dôvodu ich plného zapojenia do výrobného procesu, prípadne predaja. Zásoby podniku sa skladajú z materiálu, nedokončenej výroby a polotovarov, výrobkov a tovaru.

Krátkodobé pohľadávky tvoria z väčšinovej časti pohľadávky z obchodného styku (na konci roku 2017 vo výške 3,5 mil. EUR). Ďalšími, menej významnými, položkami krátkodobých aktív sú daňové pohľadávky, dotácie a iné pohľadávky. Krátkodobé pohľadávky sú taktiež v plnej výške zaradené medzi prevádzkovo potrebné aktíva.

Inak sú na tom finančné aktíva, ktorých neprimerane vysoká hodnota bola spomenutá aj v rámci finančnej analýzy. Optimálna výška držaných finančných prostriedkov je individuálna pre každý podnik. Je avšak nutné vymedziť maximálnu hodnotu krátkodobých finančných aktív, ktorá je potrebná vzhľadom na prevádzkovú činnosť podniku. Maximálnu čiastku je možné odhadnúť pomocou pomerového ukazateľa okamžitá likvidita. Hodnota okamžitej likvidity 0,9 je stanovená ako priemer hodnôt porovnateľných spoločností vychádzajúc z finančnej analýzy. Požadovaná okamžitá likvidita 0,9 zobrazuje, že finančné účty by mali mať hodnotu približne 90% z krátkodobých záväzkov. (Mařík, 2011a)

Popísaná metóda odhadu peňažných prostriedkov je použitá aj v prípade oceňovanej spoločnosti. Tabuľka č. 13 zobrazuje rozdelenie finančných účtov na prevádzkovo potrebné a nepotrebné.

Tabuľka 13 - Rozdelenie peňažných prostriedkov na prev. potrebné a nepotrebné (EUR)

Finančné účty	2013	2014	2015	2016	2017
Požadovaná okamžitá likvidita	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Krátkodobé záväzky	2 175 897	3 187 047	2 298 917	3 062 428	2 708 187
Peňažné prostriedky celkom	**2 819 614**	**8 162 107**	**6 623 650**	**9 989 226**	**8 991 698**
- z toho nutné	1 958 307	2 868 342	2 069 025	2 756 185	2 437 368
- z toho nenutné	861 307	5 293 765	4 554 625	7 233 041	6 554 330

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.1.3 Prevádzkovo potrebný investovaný kapitál

Po rozdelení aktív na potrebné a nepotrebné z hľadiska hlavnej prevádzkovej činnosti podniku, nasleduje kalkulácia prevádzkovo potrebného investovaného kapitálu za minulosť. Investovaný kapitál pozostáva zo súčtu hodnôt prevádzkovo potrebného dlhodobého majetku a prevádzkovo potrebného pracovného kapitálu. Pohľad na pracovný kapitál pre potreby oceňovania podniku sa líší od klasického pojatia pracovného kapitálu, a to hlavne u krátkodobých záväzkov, pri ktorých sa pri kalkulácii počíta len ich neúročená časť. Výpočet taktiež zahrňuje pričítanie účtov časového rozlíšenia aktívneho a odčítanie časového rozlíšenia pasívneho. (Mařík, 2011a)

Tabuľka 14 - Vymedzenie prevádzkovo potrebného investovaného kapitálu (EUR)

Investovaný kapitál	2013	2014	2015	2016	2017
Zásoby	10 276 097	7 295 840	8 083 115	6 384 129	7 474 065
Krátkodobé pohľadávky	3 701 052	2 992 406	3 483 187	4 037 708	3 525 582
Finančné účty	1 958 307	2 868 342	2 069 025	2 756 185	2 437 368
Časové rozlíšenie aktív	45 960	40 269	41 417	42 244	46 795
Krátkodobé závazky	2 175 897	3 187 047	2 298 917	3 062 428	2 708 187
Časové rozlíšenie pasív	0	0	0	0	0
Nutný pracovný kapitál	**13 805 519**	**10 009 810**	**11 377 827**	**10 157 838**	**10 775 623**
Investície do pracovného kapitálu		**-3 795 709**	**1 368 017**	**-1 219 989**	**617 785**
ZS Dlhodobý nehmotný majetok	25 515	20 818	-6 299	-22 687	-32 592
ZS Dlhodobý hmotný majetok	721 865	-390 422	-1 158 782	-535 455	-216 204
Investície do nutného dlhodobého majetku	**747 380**	**-369 604**	**-1 165 081**	**-558 142**	**-248 796**
Investície spolu		**-4 165 313**	**202 936**	**-1 778 131**	**368 989**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.1.4 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

Rovnako, ako u aktív a pasív, aj výsledok hospodárenia je potrebné očistiť o položky, ktoré nesúvisia s hlavnou prevádzkovou činnosťou podniku. Východiskom pre úpravy je výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti, ktorý je očistený o tržby a zostatkovú cenu predaného dlhodobého majetku a materiálu. Inak sa pristupuje k finančným výnosom a nákladom, ak tieto položky súvisia s hlavnou podnikateľskou činnosťou, čo nie je prípad podniku BOP. Výsledná hodnota zobrazuje korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH) pred zdanením. Výpočet KPVH pre potreby ocenenia je zakončený pripočítaním odpisov. Tabuľka č. 15 zobrazuje podrobný postup výpočtu.

Tabuľka 15 - Výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia (EUR)

KPVH	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	**25 660 293**	**24 958 082**	**24 642 656**	**25 339 958**	**25 935 544**
Výsledok hospodárenia z prevádzkovej činnosti	2 747 207	2 705 651	1 483 893	2 893 201	1 913 617
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	36 809	82 585	15 409	99 207	26 356
Zost. cena predaného dl. majetku a materiálu	7 400	125 890	10 220	51 644	8 932
KPVH pred zdanením	2 717 798	2 748 956	1 478 704	2 845 638	1 896 193
Odpisy a opravné položky k dlhodobému majetku	1 225 617	1 363 865	1 338 787	1 224 469	1 129 507
KPVH pred zdanením a odpismi	**3 943 415**	**4 112 821**	**2 817 491**	**4 070 107**	**3 025 700**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.2 Analýza generátorov hodnoty

5.2.1 Tržby

Analýza generátorov hodnoty začína tržbami, z dôvodu, že sú základnou veličinou pre prognózu ostatných generátorov. Vývojom tržieb spoločnosti som sa zaoberal v kapitole strategická analýza. Hodnoty za minulosť a prognózu sú zobrazené v tabuľke č. 16. Analyzované a plánované tržby sú zložené z tržieb za predaj tovaru, vlastných výrobkov a tržieb z predaja služieb.

Tabuľka 16 - Prognóza tržieb pre 1. fázu plánu (tis. EUR)

v tis. EUR	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby	25 660	24 958	24 643	25 340	25 936	27 264	28 325	29 395	30 511	31 646

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.2.2 Zisková marža

Zisková marža pre účely tohto ocenenia je vypočítaná ako pomer KPVH pred odpismi a zdanením k celkovým tržbám. Ako je vidieť z tabuľky č. 17, v minulosti zaznamenala relatívne kolísajúce hodnoty v rozmedzí od 11,43% až do 16,48%. Rozdielne hodnoty boli zapríčinené hlavne výkyvmi výsledkov hospodárenia z prevádzkovej činnosti. V roku 2015, kedy spoločnosť zaznamenala najnižšiu ziskovú maržu nastal mierny pokles tržieb sprevádzaný výraznejším nárastom prevádzkových nákladov. Inak to bolo v roku 2016, kedy tržby rástli tempom 2,83% a prevádzkové náklady poklesli tempom 2,69%. Celkovo je ale viditeľná vyššia volatilita nákladov v porovnaní s volatilitou tržieb.

Tabuľka 17 - Výpočet ziskovej marže z prevádzkovej činnosti (EUR)

Zisková marža	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	25 660 293	24 958 082	24 642 656	25 339 958	25 935 544
KPVH před zdanením a odpismi	3 943 415	4 112 821	2 817 491	4 070 107	3 025 700
Zisková marža z hospodárskej činnosti	**15,37%**	**16,48%**	**11,43%**	**16,06%**	**11,67%**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Zisková marža je do budúcna plánovaná v ďalších podkapitolách dvoma spôsobmi – prognózou zhora a prognózou zdola.

5.2.2.1 Prognóza zhora

Prognóza zhore je primárnym spôsobom určenia ziskovej marže. Vychádza z rozboru konkurenčného postavenia podniku, ktoré je analyzované modelom Michaela E. Portera. (Porter, 1985) Model skúma faktory ako intenzita konkurencie, štruktúra dodávateľov a zákazníkov, stabilita dopytu, rast trhu, bariéry vstupu na trh a možnosti substitúcie.

Intenzita konkurencie

Trh s kávou na Slovensku má veľmi podobné charakteristiky ako trh s čajom. V oboch segmentoch vystupuje zopár veľkých podnikov, ktoré zastávajú väčšinový trhový podiel. Mimo nich funguje väčšie množstvo malých podnikov, ktoré operujú na svojom lokálnom území a z hľadiska podnikateľského konceptu neašpirujú na prvé priečky predajnosti na trhu. V segmente kávy vystupujú na trhu 4 veľkí hráči (trhový podiel spolu 64,3%), pričom Baliarne obchodu Poprad sú na treťom mieste s trhovým podielom 14,9%. Na trhu s čajom je možné charakterizovať 5 veľkých spoločností (trhový podiel spolu 43,4%), z ktorých dominujúcim podnikom sú práve Baliarne obchodu Poprad s trhovým podielom 18,2%.[4] Intenzita konkurencie je teda vysoká a podnecuje oceňovaný podnik k udržaniu svojho postavenia na trhu. (1 bod)

Štruktúra dodávateľov a zákazníkov

Baliarne obchodu Poprad potrebuje pre svoju hlavnú činnosť tri základné vstupy, ktorými sú zelené kávové zrná, čajové listy a obalový materiál. Prvé dve suroviny je pochopiteľne nutné importovať zo zahraničia za špecifických prepravných a skladovacích podmienok, aby sa neznížila ich kvalita. Negatívnym faktorom na ziskovú maržu je fakt, že spoločnosť veľkých rozmerov, ako BOP, potrebuje stabilnú dodávku surovín na dosiahnutie plánovanej produkcie. Na druhú stranu, pozitívnym faktom je, že dodávateľov nepraženej kávy a čajových listov je globálne veľké množstvo, čo stavia oceňovaný podnik do optimálnej pozície. (4 body)

Medzi spotrebiteľov kávy a čaju je možné zaradiť ľudí všetkých vekových kategórií s výnimkou malých detí. Z pohľadu oceňovaného podniku tvoria koneční spotrebitelia menšie

[4] Databáza Passport (2018) – Údaje za rok 2017

percento z celkových tržieb – predaj výrobkov vo vlastnej podnikovej predajni. Skladba zákazníkov pozostáva primárne z obchodných reťazcov, ktoré svojou politikou tlačia na nízke predajné, a teda aj nákupné ceny. Tento fakt má negatívny dopad na výšku ziskovej marže. Najbližším plánom BOP je predaj kávy reštauračným zariadeniam, kde je možné dosahovať vyššej marže. Celkovo je možné hodnotiť štruktúru zákazníkov za priemernú. (3 body)

Stabilita dopytu a možnosti substitúcie

Káva a čaj patrí k nenahraditeľným každodenným nápojom veľkého množstva ľudí. Zároveň, oba nápoje sú vzájomné substitúty, čo znamená, že spotrebiteľ je ochotný nahrádzať spotrebu kávy - čajom alebo naopak. Tento fakt má kladný efekt na krížovú elasticitu dopytu, kedy zvýšenie ceny kávy bude mať za následok zvýšenie dopytu po čaji. Z toho vyplýva, že stabilita dopytu a vzájomná zameniteľnosť má pozitívny vplyv na ziskovú maržu. (4 body)

Rast trhu

Rast trhu bol detailne skúmaný v rámci strategickej analýzy. Výsledkom je kontinuálny rast ako trhu s kávou, taktiež aj s čajom. Hlavným dôvodom zvyšujúcej sa obľúbenosti týchto nápojov u spotrebiteľov je dostupnosť kvalitnejšej kávy, rozšírenosť domácich kávovarov a stále sa rozširujúci sortiment čajov a čajových zmesí. Rast trhu má na ziskovú maržu kladný vplyv. (4 body)

Bariéry vstupu na trh

Ako som už spomínal v kapitole strategická analýza, bariéry vstupu na trh sú tvorené primárne z vysokých kapitálových výdajov na nákup strojov a z hygienických noriem, ktoré musí prevádzka spĺňať, ak plánuje produkovať vlastné výrobky. Hoci produkcia kávy a čaju nie je na trhu nijak regulovaná, spomínané dva faktory nemajú pozitívny vplyv na ziskovú maržu. Celkovo hodnotím bariéry vstupu na trh za priemerné. (3 body)

Tabuľka 18 - Faktory ziskovej marže

Faktory ziskovej marže									
Kritérium hodnotenia	Váha	Negatívne			Priemer	Pozitívne			Body x Váha
		0	1	2	3	4	5	6	
Intenzita konkurencie	3		X						3
Štruktúra dodávateľov	2					X			8
Štruktúra zákazníkov	3				X				9
Stabilita dopytu a subst	2					X			8
Rast trhu	2					X			8
Bariéry vstupu na trh	1				X				3
Spolu	**13**								**39**
Maximálny počet bodov									78
Výsledný počet bodov									39
Hodnotenie									**50%**

Zdroj: vlastné spracovanie

Z výsledného hodnotenia 50% vyplýva priemerný vplyv analyzovaných faktorov na ziskovú maržu. Na základe danej analýzy je možné očakávať ziskovú maržu do budúcna na priemernej úrovni. Mimo faktorov ziskovej marže, ktoré sú zobrazené v tabuľke, má vplyv na konečnú hodnotu aj vývoj osobných nákladov. Tie sú analyzované osobitne vzhľadom na počet zamestnancov. V tabuľke č. 19 sú prognózované osobné náklady pre 1. fázu ocenenia za dvoch predpokladov. Predpokladám pre celú prvú fázu stály počet zamestnancov vychádzajúci z posledného roku sledovaného obdobia a stáleho tempa rastu osobných nákladov na zamestnanca vychádzajúceho taktiež z posledného roku sledovaného obdobia.

Tabuľka 19 - Analýza a prognóza osobných nákladov podniku (EUR)

Analýza osobných nákladov	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Počet zamestnancov	237	236	217	218	236	236	236	236	236	236
Osobné náklady	3 934 363	3 945 191	4 016 597	4 403 170	4 902 688	5 042 519	5 186 338	5 334 259	5 486 400	5 642 879
Os. N na zamestnanca	16 601	16 717	18 510	20 198	20 774	21 367	21 976	22 603	23 247	23 911
% rast		0,70%	10,72%	9,12%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%	2,85%

Zdroj: MF SR (2018): Prílohy účtovných závierok BOP (2013-2017), Účtovné závierky BOP (2013-2017), vlastné spracovanie

5.2.2.2 Prognóza zdola

Prognóza zdola porovnáva jednotlivé výnosové a nákladové položky k celkovým tržbám, a teda vychádza z vertikálnej analýzy výkazu ziskov a strát, ktorá bola popísaná v kapitole finančná analýza. V nasledujúcej tabuľke sú jednotlivé položky zobrazené vzhľadom na tržby v historickom období, dopočítané KPVH pred odpismi a zdanením. Výsledným podielom KPVH k tržbám je získaná zisková marža zdola za minulosť.

Tabuľka 20 - Výpočet ziskovej marže zdola (EUR)

Zisková marža	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	**25 660 293**	**24 958 082**	**24 642 656**	**25 339 958**	**25 935 544**
Aktivácia	20 166	87 424	45 738	109 865	143 047
% z tržieb	*0,1%*	*0,4%*	*0,2%*	*0,4%*	*0,6%*
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	429 339	94 856	228 123	52 729	677 706
% z tržieb	*1,7%*	*0,4%*	*0,9%*	*0,2%*	*2,6%*
Náklady na obstaranie predaného tovaru	1 016 134	1 005 130	1 236 601	1 031 105	967 301
% z tržieb	*4,0%*	*4,0%*	*5,0%*	*4,1%*	*3,7%*
Spotreba materiálu, energie a iných dodávok	12 206 474	11 149 221	11 923 838	11 490 929	12 930 691
% z tržieb	*47,6%*	*44,7%*	*48,4%*	*45,3%*	*49,9%*
Opravné položky k zásobám a pohľadávkam	-9 521	-4 196	37 467	-18 113	242 626
% z tržieb	*-0,0%*	*-0,0%*	*0,2%*	*-0,1%*	*0,9%*
Služby	4 740 358	4 605 561	4 767 439	4 445 015	4 569 977
% z tržieb	*18,5%*	*18,5%*	*19,3%*	*17,5%*	*17,6%*
Osobné náklady	3 934 363	3 945 191	4 016 597	4 403 170	4 902 688
% z tržieb	*15,3%*	*15,8%*	*16,3%*	*17,4%*	*18,9%*
Dane a poplatky	39 189	36 813	34 771	38 190	35 924
% z tržieb	*0,2%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,2%*	*0,1%*
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	25 187	20 771	22 973	93 764	27 813
% z tržieb	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,4%*	*0,1%*
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	264 573	310 592	105 286	135 913	109 203
% z tržieb	*1,0%*	*1,2%*	*0,4%*	*0,5%*	*0,4%*
KPVH pred zdanením a odpismi	**3 943 415**	**4 112 821**	**2 817 491**	**4 070 107**	**3 025 700**
Zisková marža zdola	**15,4%**	**16,5%**	**11,4%**	**16,1%**	**11,7%**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Prognózované tržby sú prevzaté z výsledkov strategickej analýzy. V závislosti na primárnej činnosti podniku – výroba, tvorí najväčší podiel na tržbách (priemer 47,2% v historickom období) spotreba materiálu, energie a iných dodávok. V minulosti mala táto položka skôr rastúci charakter, čo potvrdzuje nárast o 4,8% medzi rokmi 2013-2017. Konkurenčné výrobné podniky zaznamenali v roku 2017 pomer spotreby materiálu, energie a iných dodávok k tržbám v rozmedzí približne 45% až 70%. Začiatok prvej fázy ocenenia plánujem z hodnoty roku 2016, pretože v poslednom sledovanom roku (rok 2017) podnik vyrobil veľké množstvo výrobkov „na sklad“, čím je hodnota značne ovplyvnená. V ďalších rokoch je prognózovaný postupný každoročný nárast o 0,9% so stabilizáciou v roku 2022 na hodnote 48% vzhľadom na tržby.

Druhou významnou nákladovou položkou sú osobné náklady, ktorých rozbor a prognóza je popísaná v predchádzajúcej podkapitole. Po nich nasledujú náklady na služby v pomere 17,6% k tržbám v poslednom sledovanom roku. U konkurencie je možné vymedziť hraničné hodnoty na úrovni približne 12% a 27% s priemerom na úrovni 16,7% v roku 2016. Pre Baliarne obchodu Poprad prognózujem postupný pokles pomeru nákladov na služby k tržbám a to z hodnoty 17,6% posledného roku sledovaného obdobia. Plánovaný je každoročný pokles o 0,3% až do roku 2022.

Dve menej významné položky, náklady na obstaranie predaného tovaru a ostatné výnosy z prevádzkovej činnosti sú prognózované na ich priemernej hodnote z rokov 2013-2017. Pomer zmeny stavu zásob a osobné náklady k tržbám vychádza z ich samostatnej analýzy. Percentné vyjadrenie opravných položiek k zásobám a pohľadávkam vzhľadom na tržby je pre prvú fázu ocenenia prognózované ako postupný pokles z hodnoty v roku 2017 na priemer v sledovanom období, tj. z hodnoty 0,9% v roku 2017 na hodnotu 0,2% v roku 2022.

Ostatné položky, medzi ktoré patrí aktivácia, ostatné náklady na prevádzkovú činnosť, dane a poplatky sú počas prvej fázy ponechané na svojich úrovniach z roku 2017.

V tabuľke nižšie je zhrnutá prognóza jednotlivých položiek s dopočtom ziskovej marže zdola. Konečné hodnoty ziskovej marže zdola sú zladené s hodnotami vyplývajúcimi z prognózy zhora.

Tabuľka 21 - Prognóza ziskovej marže zdola (EUR)

Zisková marža	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby	**27 263 799**	**28 324 733**	**29 394 877**	**30 511 068**	**31 645 679**
Aktivácia	150 373	156 225	162 127	168 283	174 541
% z tržieb	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*	*0,6%*
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob	-661 813	71 870	75 089	79 646	40 029
% z tržieb	*-2,4%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,1%*
Náklady na obstaranie predaného tovaru	1 134 396	1 178 540	1 223 066	1 269 509	1 316 718
% z tržieb	*4,2%*	*4,2%*	*4,2%*	*4,2%*	*4,2%*
Spotreba materiálu, energie a iných dodávok	12 363 335	13 099 360	13 858 824	14 659 675	15 204 822
% z tržieb	*45,3%*	*46,2%*	*47,1%*	*48,0%*	*48,0%*
Opravné položky k zásobám a pohľadávkam	185 898	140 766	106 476	80 553	60 895
% z tržieb	*0,7%*	*0,5%*	*0,4%*	*0,3%*	*0,2%*
Služby	4 722 231	4 821 016	4 914 976	5 010 075	5 101 447
% z tržieb	*17,3%*	*17,0%*	*16,7%*	*16,4%*	*16,1%*
Osobné náklady	5 042 519	5 186 338	5 334 259	5 486 400	5 642 879
% z tržieb	*18,5%*	*18,3%*	*18,1%*	*18,0%*	*17,8%*
Dane a poplatky	37 764	39 233	40 716	42 262	43 833
% z tržieb	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,1%*
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	40 997	45 551	51 834	58 873	92 708
% z tržieb	*0,2%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,2%*	*0,3%*
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	114 796	119 263	123 769	128 468	101 600
% z tržieb	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,3%*
KPVH pred zdanením a odpismi	**3 192 419**	**4 013 863**	**4 081 842**	**4 140 929**	**4 480 762**
Zisková marža zdola	**11,7%**	**14,2%**	**13,9%**	**13,6%**	**14,2%**

Zdroj: vlastné spracovanie

5.2.3 Pracovný kapitál

Investície do pracovného kapitálu sú analyzované a prognózované pomocou pomerového ukazateľa doby obratu. Vzorec pre kalkuláciu doby obratu jednotlivých položiek pracovného kapitálu je nasledovný:

$$Doba\ obratu = \frac{Položka\ pracovného\ kapitálu}{\frac{Tržby}{365}}$$

Tržby v menovateli vzorca pozostávajú z tržieb z predaja vlastných výrobkov, predaja tovaru a tržieb z predaja služieb. Výsledná doba obratu je vyjadrená v dňoch.

5.2.3.1 Zásoby

Kategória zásob sa skladá z materiálu, nedokončenej výroby a polotovarov, vlastných výrobkov a tovaru. Primárnymi položkami vzhľadom na činnosť podniku sú materiál a výrobky. Čo sa týka doby obratu, materiál i výrobky v analyzovanom období zaznamenali klesajúci trend. Výnimkou sú len výrobky v roku 2017, kedy sa ich doba obratu zdvojnásobila oproti roku predchádzajúcemu. Dôvodom môže byť nesprávny plán výroby a tzv. výroba na sklad (predalo sa výrazne menej výrobkov, ako sa plánovalo). Prognózované hodnoty dôb obratu výrobkov začínajú na priemernej dobe obratu za roky 2013-2017. Pre ďalšie roky prvej fázy je prognózovaný nárast o 0,5 dňa ročne so stabilizáciou hodnôt v poslednom roku 1. fázy. Prognózovaný mierny nárast je zapríčinený postupným prienikom do sektoru reštaurácií, a tým pádom zvýšenie dostupných zásob výrobkov. Do budúcna očakávam pokles doby obratu položky materiál. Tento pokles je podložený historicky klesajúcim ukazateľom a taktiež na základe predpokladu optimalizácie výroby s cieľom dodávať do výroby kvalitnejšie, čerstvejšie suroviny, ktoré nestáli na sklade dlhú dobu.

Menej dôležitými položkami sú nedokončená výroba a tovar. Ako je vidieť v tabuľke, pri výrobe, ktorej sa spoločnosť BOP venuje, takmer nedochádza k nedokončenej výrobe a polotovarom. Táto položka je do budúcna plánovaná na nulovej hodnote. Doba obratu tovaru mala za analyzované obdobie premenlivý charakter. Do budúcna prognózujem mierne znižujúcu hodnotu doby obratu, blížiacu sa k priemeru rokov 2013-2017, so stabilizáciou v poslednom roku plánu. Celková doba obratu zásob v prognózovanom období narástla a priblížila sa tak priemeru porovnateľných spoločností, ktoré boli analyzované v kapitole finančnej analýzy.

Tabuľka 22 - Analýza a prognóza dôb obratu zásob

Doby obratu zásob	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	**146,17**	**106,70**	**119,72**	**91,96**	**105,19**	**96,19**	**97,59**	**98,99**	**100,39**	**100,39**
Materiál	128,86	93,52	103,79	72,86	78,96	79,96	80,96	81,96	82,96	82,96
Nedokončená výroba a polotovary vl. výroby	1,41	0,00	0,00	1,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Výrobky	12,09	10,98	11,57	10,87	21,27	11,38	11,88	12,38	12,88	12,88
Tovar	3,81	2,19	4,37	7,09	4,95	4,85	4,75	4,65	4,55	4,55

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.2.3.2 Krátkodobé pohľadávky

Krátkodobé pohľadávky pozostávajú z pohľadávok z obchodného styku, daňových pohľadávok, dotácií a iných pohľadávok. Len prvá zo spomínaných položiek je významná vzhľadom na pracovný kapitál. Za minulosť je viditeľný pohyb doby obratu pohľadávok z obchodného styku v rozmedzí 43,4 – 57,8 dní. Z finančnej analýzy vyplynulo, že BOP sa drží približne na priemerných hodnotách porovnávaných spoločností. V prvej fáze ocenenia je prognózovaný nárast doby obratu počas prvých troch rokov, a to hlavne z dôvodu prieniku do spomínaných reštauračných zariadení. Predpokladám, že reštaurácie pri prvotnom predaji výrobkov oceňovanej spoločnosti predĺžia aktuálnu dobu obratu diktovanú hlavne obchodnými reťazcami. V posledných dvoch rokoch plánu budú hodnoty doby obratu obchodných pohľadávok klesať naspäť k priemeru z minulosti.

Daňové pohľadávky, vzhľadom na ich nižšiu významnosť a výraznejšiu fluktuáciu v minulosti, sú prognózované na stabilnej úrovni počas celej 1. fázy a to vo výške priemernej hodnoty analyzovaného obdobia. Podobne som pristúpil aj k dobe obratu iných pohľadávok, ktorá je pre plánované roky 2018-2022 ponechaná na úrovni roku 2017.

Tabuľka 23 - Analýza a prognóza dôb obratu krátkodobých pohľadávok

Doby obratu kr. pohľadávok	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Krátkodobé pohľadávky	**52,64**	**43,76**	**51,59**	**58,16**	**49,62**	**50,38**	**51,38**	**52,23**	**51,23**	**50,23**
Pohľadávky z obchodného styku	49,89	43,42	47,52	57,83	47,75	48,75	49,75	50,60	49,60	48,60
Daňové pohľadávky a dotácie	2,42	0,00	3,71	0,00	1,83	1,59	1,59	1,59	1,59	1,59
Iné pohľadávky	0,33	0,34	0,35	0,33	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.2.3.3 Krátkodobé záväzky

Doba obratu krátkodobých záväzkov vyplývajúca z finančnej analýzy je v porovnaní s vybranými podnikmi, analyzovanými v rámci kapitoly finančná analýza, pod priemerom. Hodnoty doby obratu sú zároveň nižšie než hodnoty doby splatnosti pohľadávok. Z pohľadu oceňovaného podniku sa jedná o negatívny fakt. Najvýznamnejšou položkou sú záväzky z obchodného styku, ktoré mali hlavne v roku 2015 a 2016 výrazne rastúci charakter. Aj

napriek danému zvýšeniu, podnik platí svoje záväzky v relatívne krátkom čase. Prognóza do budúcna je založená na predpoklade zlepšovania bilancie vzhľadom na obchodné pohľadávky. V prvých štyroch rokoch plánu je prognózovaný nárast doby obratu so spomalením tempa v roku 2022.

Mierny nárast taktiež predpokladám u doby obratu záväzkov zo sociálneho poistenia. Nárast je podložený zvyšujúcimi sa mzdami pre zamestnancov, a teda zvyšujúcimi sa osobnými nákladmi. Doba obratu záväzkov voči zamestnancom je v analyzovanom období v zanedbateľnej výške. Do budúcna je plánovaná hodnota tejto položky na úrovni priemeru rokov 2013-2017.

Ďalšou položkou sú daňové záväzky a dotácie. Ich doba obratu zaznamenala stúpajúci trend medzi rokmi 2013-2016 s výrazným poklesom v roku 2017. Kvôli špecifickému charakteru tejto položky je hodnota doby obratu počas celej prvej fázy ponechaná na úrovni z roku 2017. Rovnako som prístupil aj k iným záväzkom, ktorých doba obratu sa v sledovanom období pohybovala okolo hodnoty 6 dní. Do celej 1. fázy je ponechaná doba obratu z roku 2017.

V roku 2014 sa objavila určitá hodnota aj na účte ostatné záväzky v rámci podielovej účasti okrem záväzkov voči prepojeným účtovným jednotkám. V ostatných rokoch však tento účet vykazuje nulovú hodnotu, čo je ponechané aj do obdobia plánu.

Tabuľka 24 - Analýza a prognóza dôb obratu krátkodobých záväzkov

Doby obratu kr. záväzkov	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Krátkodobé záväzky	**30,95**	**46,61**	**34,05**	**44,11**	**38,11**	**38,61**	**39,51**	**40,61**	**42,11**	**43,11**
Záväzky z obchodného styku	16,07	13,79	17,91	25,58	22,33	22,73	23,53	24,53	25,93	26,93
Ostatné záväzky v rámci podielovej účasti	0,00	18,28	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Záväzky voči zamestnancom	0,02	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Záväzky zo sociálneho poistenia	2,83	2,46	2,66	2,75	3,78	3,88	3,98	4,08	4,18	4,18
Daňové záväzky a dotácie	6,00	6,68	7,59	9,20	5,81	5,81	5,81	5,81	5,81	5,81
Iné záväzky	6,03	5,38	5,86	6,55	6,16	6,16	6,16	6,16	6,16	6,16

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.2.3.4 Prevádzkovo nutné finančné prostriedky a časové rozlíšenie

Prognóza prevádzkovo potrebných finančných prostriedkov nadväzuje na prognózu krátkodobých záväzkov a zostavenie plánovaného výkazu peňažných tokov. Ako bolo spomenuté na začiatku kapitoly, prevádzkovo nutné finančné prostriedky sú vymedzené ako 90% z krátkodobých záväzkov.

Časové rozlíšenie je u Baliarní obchodu Poprad na nenulovej hodnote len na strane aktív. Do prognózy je ponechaná absolútna hodnota časového rozlíšenia z roku 2017.

V tabuľke č. 25 je zobrazený detailný výpočet pracovného kapitálu z prognózovaných hodnôt pre 1. fázu plánu.

Tabuľka 25 - Prognóza prevádzkovo potrebného pracovného kapitálu (EUR)

Pracovný kapitál prevádzkovo potrebný	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	7 184 837	7 573 068	7 971 935	8 391 676	8 703 736
Krátkodobé pohľadávky	3 763 321	3 987 368	4 206 469	4 282 607	4 355 163
Finančné účty	2 595 808	2 759 678	2 943 671	3 168 298	3 364 147
Časové rozlíšenie aktív	46 795	46 795	46 795	46 795	46 795
Krátkodobé závazky	2 884 231	3 066 309	3 270 745	3 520 331	3 737 941
Časové rozlíšenie pasív	0	0	0	0	0
Pr. potrebný pracovný kapitál	**10 706 530**	**11 300 599**	**11 898 125**	**12 369 045**	**12 731 900**
Investície do pracovného kapitálu	**-69 094**	**594 070**	**597 525**	**470 920**	**362 855**

Zdroj: vlastné spracovanie

5.2.4 Dlhodobý prevádzkovo potrebný majetok

Prognóza dlhodobého potrebného majetku je poslednou časťou generátorov hodnoty. Rozdelenie dlhodobého majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný bolo vypracované na začiatku kapitoly. V sledovanom období medzi rokmi 2013 až 2017 spoločnosť investovala v hodnote nižšej ako boli vykazované odpisy. Takýto prístup je z dlhodobého hľadiska neudržateľný. Z tohoto dôvodu je hlavným cieľom prognózy dlhodobého majetku plán netto investícií v kladnej hodnote. Keďže investičné plány spoločnosti nie sú verejne dostupné, prognóza dlhodobého majetku bude vychádzať z globálneho prístupu. Netto investície v minulosti sú analyzované ako percento z celkových tržieb podniku a rovnakým spôsobom sú plánované aj do budúcna. Taktiež, súvisiaci odpisový plán pre jednotlivé zložky majetku nie je exaktne definovaný, tj. spoločnosť udáva rozmedzie rokov odpisovania majetku a nie konkrétny počet rokov. Z tohto dôvodu a pre potreby tejto práce sú odpisy po náležitej analýze plánované ako percento z hodnoty aktíva. Pre porovnanie plánovaných hodnôt dlhodobého majetku a kvôli zjednodušenému postupu prognózy som vypracoval podrobnejšiu skupinu 40 podnikov pôsobiacich v odvetví výroby kávy a čaju z krajín V4. Porovnávané sú percentuálne podiely nehmotného a hmotného dlhodobého majetku k celkovým aktívam, očisteným o peňažné prostriedky (z dôvodu lepšej vypovedacej schopnosti u oceňovaného podniku). Použité dáta sú zobrazené v prílohe práce. V tabuľke č. 26 sú zachytené celkové hodnoty plánovaného majetku, odpisov a investícií spoločnosti BOP.

Tabuľka 26 - Prognóza prevádzkovo potrebného dlhodobého majetku (EUR)

Dlhodobý prevádzkovo potrebný majetok	2018	2019	2020	2021	2022
Dlhodobý prevádzkovo potrebný majetok celkom	**8 082 347**	**7 944 727**	**8 037 067**	**8 261 060**	**8 493 382**
Odpisy	1 025 206	1 001 732	1 025 329	1 067 387	1 111 009
Investície do prevádzkovo potrebného DM	-562 478	-137 620	92 340	223 993	232 322

Zdroj: vlastné spracovanie

Dlhodobý nehmotný majetok

Spoločnosť Baliarne obchodu Poprad vlastní v nehmotnom majetku iba softvér, do ktorého sa pravidelne investuje a aktualizuje. Poslednými investíciami boli v roku 2016 nákup softvéru pre plánovanie, sledovanie a vyhodnocovanie výroby a v roku 2017 nákup softvéru pre evidenciu dodávateľských faktúr a s nimi súvisiacich zmlúv. Prognóza investícií netto pre celú prvú fázu ocenenia vychádza z hodnoty 0,02% z tržieb, čo je hodnota z roku 2017. Odpisy sú plánované na úrovni mediánu sledovaného obdobia. Pomer dlhodobého nehmotného majetku k celkovým aktívam (bez peňažných prostriedkov) dosahuje v prvej fáze priemernú hodnotu 0,5%. U komparatív sa tento pomer pohyboval v roku 2017 medzi hraničnými hodnotami 0% - 7%, v priemernej výške 1%. Celková investičná náročnosť na dlhodobý nehmotný majetok je 0,48%.

Dlhodobý hmotný majetok

Spoločnosť už dlhodobo neinvestuje do pozemkov. Pozemky v hodnote 196 tisíc EUR sa nachádzaju v súvahe podniku už od začiatku sledovaného obdobia v roku 2013. Do budúcna nie sú plánované žiadne investície do pozemkov.

Čo sa týka stavieb, ich hodnota medzi rokmi 2013-2017 klesala. Spoločnosť sice vynakládala finančné prostriedky na technické zhodnotenie, ale tie v žiadnom sledovanom roku neprevýšili odpisy. Posledná veľká investícia do stavieb nastala v roku 2016, kedy spoločnosť investovala čiastku 93,5 tisíc EUR do zateplenia podkrovia administratívnej budovy. V pláne počítam s nárastom podielu netto investícií k tržbám z hodnoty -1,08% v roku 2017 na 0,42% z tržieb v posledních dvoch rokoch prvej fázy ocenenia. Odpisy sú plánované na úrovni 4,8% z hodnoty aktíva, čo je medián za sledované obdobie.

Samostatné hnuteľné veci a súbory hnuteľných vecí zaznamenali v posledních troch rokoch sledovaného obdobia, podobne ako stavby, negatívne netto investície. Významnou investíciou bol v roku 2014 nákup baliacich technológií a dopravníkov v hodnote 1,36 miliónov EUR a motorových vozidiel a strojov v celkovej hodnote 307 tisíc EUR. V plánovaných rokoch je

investičná aktivita postupne zvyšovaná zo záporných hodnôt až na hodnotu 0,3% z celkových tržieb, ktorá ostáva stabilná v poslednom roku plánu. Odpisy ako percento z daného aktíva sú v prvej fáze plánu ponechané na úrovni hodnoty mediánu sledovaného obdobia. Celková investičná náročnosť plánu vychádza na hodnotu 0,55%.

Pomer dlhodobého hmotného majetku a celkových aktív očistených o peňažné prostriedky dosahuje v prognózovanom období priemernú hodnotu 39,7%. U porovnávanej skupiny sa podiel týchto dvoch veličín držal v roku 2017 v priemere na úrovni 38,9% a krajné hodnoty dosahovali úroveň 18% a 65%. Na základe týchto výsledkov považujem plánovaný dlhodobý hmotný majetok za adekvátny.

Ostatné položky dlhodobého majetku sú ponechané buď v nulovej výške, alebo na priemernej hodnote zo sledovaného obdobia, ako to je v prípade poskytnutých preddavkov na dlhodobý hmotný majetek.

Tabuľka č. 27 znázorňuje jednotlivé zložky prognózy dlhodobého majetku.

Tabuľka 27 - Prognóza dlhodobého majetku (EUR)

Dlhodobý majetok	2018	2019	2020	2021	2022
Dlhodobý nehmotný majetok	84 680	89 965	95 449	101 142	107 046
Softvér	**84 680**	**89 965**	**95 449**	**101 142**	**107 046**
investície netto	5 087	5 285	5 484	5 693	5 904
investicia jako % z tržieb	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
odpisy	47 078	50 016	53 065	56 230	59 513
odpis ako % z aktíva	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%	55,6%
investície brutto	52 165	55 301	58 550	61 923	65 417
Priemerná investičná náročnosť netto			**0,48%**		
Dlhodobý hmotný majetok	7 879 850	7 736 945	7 823 801	8 042 101	8 268 519
Pozemky	**196 286**	**196 286**	**196 286**	**196 286**	**196 286**
investície netto	0	0	0	0	0
Stavby	**5 716 131**	**5 635 925**	**5 670 268**	**5 797 449**	**5 929 359**
investície netto	-186 257	-80 206	34 343	127 181	131 910
investicia ako % z tržieb	-0,68%	-0,28%	0,12%	0,42%	0,42%
prírastok odpisov	273 830	269 988	271 633	277 726	284 045
odpis ako % z aktíva	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
investície brutto	87 573	189 782	305 976	404 906	415 955
Priemerná investičná náročnosť netto			**0,93%**		
Samostatné hnuteľné veci a súbory hnuteľných vec	**1 956 555**	**1 893 856**	**1 946 369**	**2 037 488**	**2 131 996**
investície netto	-169 405	-62 698	52 512	91 120	94 508
investicia ako % z tržieb	-0,62%	-0,22%	0,18%	0,30%	0,30%
prírastok odpisov	704 298	681 728	700 631	733 431	767 451
odpis ako % z aktíva	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
investície brutto	534 892	619 030	753 143	824 551	861 959
Priemerná investičná náročnosť netto			**0,55%**		
Ostatný dlhodobý hmotný majetok	**10 878**	**10 878**	**10 878**	**10 878**	**10 878**
investície netto	0	0	0	0	0
Dlhodobý finančný majetok	51 043	51 043	51 043	51 043	51 043
Ostatné realizovateľné cenné papiere a podiely	**51 043**	**51 043**	**51 043**	**51 043**	**51 043**

Ostatné položky	2018	2019	2020	2021	2022
Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Poskytnuté preddavky na dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	0	0	0	0	0
Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok	117 817	117 817	117 817	117 817	117 817

Zdroj: vlastné spracovanie

5.3 Finančný plán

Výstupy z generátorov hodnoty sú kľúčové na vytvorenie finančného plánu pre prvú fázu ocenenia. K vytvoreniu finančného plánu je však ešte potrebné vytvoriť plán rozdeľovania výsledku hospodárenia. Plán financovania nie je prognózovaný, keďže oceňovaná spoločnosť nečerpá žiadne úvery a do budúcna sa s čerpaním ani neuvažuje.

5.3.1 Plán financovania a rozdeľovania výsledku hospodárenia

Podnik v priebehu analyzovaného obdobia každoročne vyplácal tantiémy v objeme 500 tisíc EUR. Mimo toho bola každý rok vyplácaná aj dividenda pre akcionárov, ktorá sa medziročne hodnotovo líšila. Celkovo boli tantiémy a dividendy vyplácané v rozmedzí 64% až 98% z výsledku hospodárenia daného roku. Do budúcna je plánovaný zvyšujúci sa výsledok hospodárenia, a teda možnosť zachovania podobného výplatného pomeru. Plánovaný je výplatný pomer na úrovni mediánu analyzovaného obdobia, ktorý je v optimálnej výške aj vzhľadom na celkové peňažné toky.

Okrem výplaty dividend a tantiémov je súčasne potrebné naplánovať prírastky a úbytky do fondov zo zisku. Prírastky sú kalkulované celkovo do ostatných fondov, pričom úbytky počítam len zo sociálneho fondu, z ktorého sa každý rok povinne vypláca, a teda zaznamenáva pokles aj v sledovanom období. Časť výsledku hospodárenia bola do ostatných fondov medzi rokmi 2013-2017 vyčleňovaná nerovnomerne. Pomer prírastku k VH kolísal od 0,9% v roku 2016 až po 45,2% v roku 2015. Z tohto dôvodu do prognózy počítam s hodnotou na úrovni mediánu 21,9%. Úbytky zo sociálneho fondu kolísali v minulosti v menšej miere. Pohyb bol zaznamenaný v rozmedzí od 5,5% do 13%. Úbytok je teda taktiež v plánovanom období ponechaný na úrovni mediánu rokov 2013-2017.

Zbytková hodnota z VH, ktorá v danom roku nebola vyplatená a ani prerozdelená do fondov zo zisku je presunutá do výsledku hospodárenia minulých rokov. Celkové prerozdelenie za jednotlivé roky je zhrnuté v tabuľke č. 28 a č. 29.

Tabuľka 28 - Analýza rozdeľovania výsledku hospodárenia (EUR)

Rozdelenie VH	2013	2014	2015	2016	2017
Výsledok hospodárenia	**2 052 810**	**1 980 142**	**1 105 035**	**2 248 321**	**1 476 850**
Prírastok do fondov zo zisku	305 717	357 003	365 848	-104 237	78 330
Prírastok do ostatných fondov za obdobie	450 000	500 000	500 000	20 000	200 000
% z VH	*21,9%*	*25,3%*	*45,2%*	*0,9%*	*13,5%*
Úbytok zo sociálneho fondu za obdobie	144 283	142 997	134 152	124 237	191 917
% z VH	*7,0%*	*7,2%*	*12,1%*	*5,5%*	*13,0%*
Dividendy, tantiémy	1 552 810	1 480 142	1 085 035	1 448 322	1 226 850
% z VH	*75,6%*	*74,7%*	*98,2%*	*64,4%*	*83,1%*
ZS Výsl. hosp. min. rokov	0	0	0	600 000	-305 863

Zdroj: MF SR (2018): Prílohy účtovných závierok BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Tabuľka 29 - Prognóza rozdeľovania výsledku hospodárenia (EUR)

Rozdelenie VH	2018	2019	2020	2021	2022
Výsledok hospodárenia	**1 684 818**	**2 352 303**	**2 387 365**	**2 400 818**	**2 634 825**
Prírastok do fondov zo zisku	199 459	345 780	350 934	352 911	387 309
Prírastok do ostatných fondov za obdobie	369 332	515 652	523 338	526 287	577 585
% z VH	*21,9%*	*21,9%*	*21,9%*	*21,9%*	*21,9%*
Úbytok zo sociálneho fondu za obdobie	121 670	169 873	172 405	173 376	190 275
% z VH	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*	*7,2%*
Dividendy, tantiémy	1 274 449	1 779 356	1 805 878	1 816 054	1 993 065
% z VH	*75,6%*	*75,6%*	*75,6%*	*75,6%*	*75,6%*
ZS Výsl. hosp. min. rokov	210 910	227 168	230 554	231 853	254 451

Zdroj: vlastné spracovanie

5.3.2 Plánovaný výkaz ziskov a strát

Plánovaný výkaz ziskov a strát je primárne postavený na prognózovaných tržbách zo strategickej analýzy a prognózy ziskovej marže z analýzy generátorov hodnoty. Nákladové a výnosové položky vychádzajú z plánovaných pomerových hodnôt vztiahnutých k tržbám. Výnimkou sú odpisy dlhodobého majetku prognózované v samostatnej časti generátorov hodnoty. Položky ako výnosové/nákladové úroky, kurzové zisky/straty a ostatné náklady na finančnú činnosť, ktoré nesúvisia s prevádzkovou činnosťou spoločnosti, sú zachované na stálych hodnotách z posledného sledovaného roku. Aktuálna daňová sadzba z roku 2017 na úrovni 21% je použitá aj pre celé prognózované obdobie. V tabuľke nižšie je zobrazený výsledny plánovaný výkaz ziskov a strát.

Tabuľka 30 - Prognózovaný výkaz ziskov a strát (EUR)

Plánovaný výkaz ziskov a strát	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby spolu	**27 263 799**	**28 324 733**	**29 394 877**	**30 511 068**	**31 645 679**
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob (+/-)	-661 813	71 870	75 089	79 646	40 029
Aktivácia	150 373	156 225	162 127	168 283	174 541
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	40 997	45 551	51 834	58 873	92 708
Náklady na hospodársku činnosť spolu	**24 626 144**	**25 586 249**	**26 627 414**	**27 744 329**	**28 583 203**
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	1 134 396	1 178 540	1 223 066	1 269 509	1 316 718
Spotreba materiálu, energie a ostatných dodávok	12 363 335	13 099 360	13 858 824	14 659 675	15 204 822
Opravné položky k zásobám a pohľadávkam	185 898	140 766	106 476	80 553	60 895
Služby	4 722 231	4 821 016	4 914 976	5 010 075	5 101 447
Osobné náklady	5 042 519	5 186 338	5 334 259	5 486 400	5 642 879
Dane a poplatky	37 764	39 233	40 716	42 262	43 833
Odpisy a opravné položky k dlhodobému majetku	1 025 206	1 001 732	1 025 329	1 067 387	1 111 009
Zostatková cena predaného dl. majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	114 796	119 263	123 769	128 468	101 600
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti (+/-)	**2 167 213**	**3 012 131**	**3 056 513**	**3 073 542**	**3 369 754**
Pridaná hodnota	**8 346 500**	**9 313 146**	**9 528 752**	**9 739 185**	**10 176 366**
Výnosy z finančnej činnosti spolu	32 918	32 918	32 918	32 918	32 918
Výnosové úroky	15 734	15 734	15 734	15 734	15 734
Kurzové zisky	17 184	17 184	17 184	17 184	17 184
Náklady na finančnú činnosť spolu	67 450	67 450	67 450	67 450	67 450
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Kurzové straty	62 098	62 098	62 098	62 098	62 098
Ostatné náklady na finančnú činnosť	5 352	5 352	5 352	5 352	5 352
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti (+/-)	-34 532	-34 532	-34 532	-34 532	-34 532
Výsledok hospodárenia za účt. obdobie pred zdanením (+/-)	**2 132 681**	**2 977 599**	**3 021 981**	**3 039 010**	**3 335 222**
Daň z príjmov	447 863	625 296	634 616	638 192	700 397
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení (+/-)	**1 684 818**	**2 352 303**	**2 387 365**	**2 400 818**	**2 634 825**

Zdroj: vlastné spracovanie

5.3.3 Plánovaná súvaha

Položky plánu súvahy sú prevzaté hlavne z prognózy dlhodobého majetku a investícií do pracovného kapitálu. Na strane aktív je časové rozlíšenie aktívne a dlhodobý finančný majetok ponechaný na hodnote z roku 2017. Veľkosť finančných prostriedkov vychádza z plánovaného výkazu peňažných tokov. Strana aktív je zobrazená v tabuľke č. 31.

Tabuľka 31 – Prognózované aktíva (EUR)

Aktíva	2018	2019	2020	2021	2022
Aktíva celkom	**28 902 026**	**30 161 957**	**30 974 402**	**31 818 929**	**32 855 310**
Dlhodobý majetok	**8 133 390**	**7 995 771**	**8 088 110**	**8 312 103**	**8 544 425**
Dlhodobý nehmotný majetok súčet	**84 680**	**89 965**	**95 449**	**101 142**	**107 046**
Softvér	84 680	89 965	95 449	101 142	107 046
Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Poskytnuté preddavky na dl. nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Dlhodobý hmotný majetok súčet	**7 997 667**	**7 854 763**	**7 941 618**	**8 159 918**	**8 386 336**
Pozemky	196 286	196 286	196 286	196 286	196 286
Stavby	5 716 131	5 635 925	5 670 268	5 797 449	5 929 359
Samostatné hnuteľné veci a súbory hnuteľných vecí	1 956 555	1 893 856	1 946 369	2 037 488	2 131 996
Ostatný dlhodobý hmotný majetok	10 878	10 878	10 878	10 878	10 878
Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	0	0	0	0	0
Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok	117 817	117 817	117 817	117 817	117 817
Dlhodobý finančný majetok súčet	**51 043**	**51 043**	**51 043**	**51 043**	**51 043**
Ostatné realizovateľné cenné papiere a podiely	51 043	51 043	51 043	51 043	51 043
Obežný majetok	**20 721 841**	**22 119 392**	**22 839 497**	**23 460 030**	**24 264 090**
Zásoby súčet	**7 184 837**	**7 573 068**	**7 971 935**	**8 391 676**	**8 703 736**
Materiál	5 972 492	6 282 506	6 600 400	6 934 625	7 192 501
Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby	0	0	0	0	0
Výrobky	849 815	921 686	996 775	1 076 421	1 116 450
Tovar	362 529	368 876	374 760	380 631	394 785
Dlhodobé pohľadávky	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Krátkodobé pohľadávky súčet	**3 763 321**	**3 987 368**	**4 206 469**	**4 282 607**	**4 355 163**
Pohľadávky z obchodného styku súčet	3 641 661	3 860 973	4 075 300	4 146 456	4 213 949
Daňové pohľadávky a dotácie	118 990	123 620	128 291	133 162	138 114
Iné pohľadávky	2 670	2 774	2 879	2 988	3 099
Krátkodobý finančný majetok	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Finančné účty	**9 773 683**	**10 558 957**	**10 661 093**	**10 785 747**	**11 205 190**
Časové rozlíšenie súčet	**46 795**	**46 795**	**46 795**	**46 795**	**46 795**

Zdroj: vlastné spracovanie

Väčšina položiek vlastného imania je ponechaná na hodnotách posledného roku analyzovaného obdobia. Prognózované sú položky súvisiace s výsledkom hospodárenia daného roku a jeho rozdelenia v období. Bez zmeny ostávaju v prvej fáze aj položky dlhodobých/krátkodobých rezerv a dlhodobých pohľadávok. Ako som už spomínal, bankové úvery pre plán súvahy nie sú uvažované z dôvodu, že spoločnosť dlhodobo financuje svoju prevádzku a investície primárne z vlastných zdrojov. Ostatné položky záväzkov vychádzajú z prognózy pracovného kapitálu. Plánovaná strana pasív je zachytená v tabuľke č. 32.

Tabuľka 32 - Prognózované pasíva (EUR)

Pasíva	2018	2019	2020	2021	2022
Pasíva celkom	**28 902 026**	**30 161 957**	**30 974 402**	**31 818 929**	**32 855 310**
Vlastné imanie	**24 706 631**	**25 784 485**	**26 392 493**	**26 987 434**	**27 806 205**
Základné imanie	9 844 450	9 844 450	9 844 450	9 844 450	9 844 450
Ostatné kapitálové fondy	730 775	730 775	730 775	730 775	730 775
Zákonné rezervné fondy	2 662 110	2 662 110	2 662 110	2 662 110	2 662 110
Ostatné fondy zo zisku	420 707	620 166	965 946	1 316 879	1 669 790
Oceňovacie rozdiely z precenenia súčet	0	0	0	0	0
Výsledok hospodárenia minulých rokov	9 363 771	9 574 681	9 801 848	10 032 402	10 264 254
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zd	1 684 818	2 352 303	2 387 365	2 400 818	2 634 825
Záväzky	**4 195 395**	**4 377 473**	**4 581 909**	**4 831 495**	**5 049 105**
Dlhodobé záväzky	1 042 587	1 042 587	1 042 587	1 042 587	1 042 587
Dlhodobé rezervy	14 261	14 261	14 261	14 261	14 261
Dlhodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
Krátkodobé záväzky súčet	**2 884 231**	**3 066 309**	**3 270 745**	**3 520 331**	**3 737 941**
Záväzky z obchodného styku	1 697 978	1 826 134	1 975 661	2 167 711	2 335 021
Ostatné záväzky v rámci podielovej účasti	0	0	0	0	0
Záväzky voči zamestnancom	2 349	2 441	2 533	2 629	2 727
Záväzky zo sociálneho poistenia	289 552	308 580	328 292	349 117	362 100
Daňové záväzky a dotácie	434 103	450 995	468 035	485 807	503 873
Iné záväzky	460 249	478 159	496 224	515 067	534 221
Krátkodobé rezervy	254 316	254 316	254 316	254 316	254 316
Bežné bankové úvery	0	0	0	0	0
Časové rozlíšenie súčet	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

5.3.4 Plánovaný výkaz peňažných tokov

Plánovaný výkaz peňažných tokov zaznamenáva na začiatku každého fiškálneho obdobia zostatok finančných prostriedkov z minulého obdobia. Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia a odpisy sú prevzaté z plánovaného výkazu ziskov a strát. Celkovo je výkaz peňažných tokov koncipovaný tak, aby z neho vyplývala hodnota voľných peňažných tokov vstupujúca do oceňovacieho modelu. Položka korekcia dane vyrovnáva rozdiel medzi celkovou daňou z príjmov a daňou z KPVH. Plánovaný výkaz peňažných tokov je zobrazený v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 33 - Prognózovaný výkaz peňažných tokov (EUR)

Výkaz peňažných tokov	2018	2019	2020	2021	2022
Stav PP na začiatku obdobia	**8 991 698**	**9 773 683**	**10 558 957**	**10 661 093**	**10 785 747**
KPVH pred zdanením	2 167 213	3 012 131	3 056 513	3 073 542	3 369 754
Daň z KPVH	455 115	632 547	641 868	645 444	707 648
KPVH po zdanení	**1 712 098**	**2 379 583**	**2 414 645**	**2 428 098**	**2 662 106**
Úpravy o nepeňažné operácie	1 025 206	1 001 732	1 025 329	1 067 387	1 111 009
Odpisy dlhodobého majetku	1 025 206	1 001 732	1 025 329	1 067 387	1 111 009
ZS rezerv a opravných položiek	0	0	0	0	0
Úpravy o pracovný kapitál	227 533	-430 200	-413 533	-246 293	-167 006
ZS zásob	289 228	-388 231	-398 867	-419 741	-312 060
ZS pohľadávok	-237 739	-224 047	-219 102	-76 137	-72 556
ZS časového rozlíšenia	0	0	0	0	0
ZS krátkodobých záväzkov	176 044	182 078	204 436	249 586	217 610
Investície do prevádzkového DM brutto	-457 180	-864 113	-1 117 669	-1 291 380	-1 343 331
Peňažné toky z prevádzkovej činnosti (FCFE)	**2 507 657**	**2 087 003**	**1 908 772**	**1 957 812**	**2 262 778**
Úprava o peňažné toky z neprevádzkovej činnosti	-37 306	-34 532	-34 532	-34 532	-34 532
ZS dlhodobých záväzkov	0	0	0	0	0
ZS vlastného imania (bez výsledku hospodárenia)	-1 695 618	-1 274 449	-1 779 356	-1 805 878	-1 816 054
Zisk/strata z predaja DM a materiálu	0	0	0	0	0
Korekcia dane	7 252	7 252	7 252	7 252	7 252
Peňažné toky spolu	**781 985**	**785 273**	**102 136**	**124 654**	**419 443**
Stav PP na konci obdobia	**9 773 683**	**10 558 957**	**10 661 093**	**10 785 747**	**11 205 190**

Zdroj: vlastné spracovanie

5.4 Analýza finančného plánu

Poslednou časťou kapitoly finančného plánu je jeho analýza v porovnaní s vybranými finančnými ukazateľmi za minulé obdobie. Použité vzorce pre výpočet vybraných ukazateľov sú v súlade s totožnými ukazateľmi kalkulovanými v rámci kapitoly finančná analýza.

Tabuľka 34 - Analýza finančného plánu

Analýza FP	2018	2019	2020	2021	2022
Okamžitá likvidita	3,11	3,18	3,02	2,86	2,81
Pohotová likvidita	4,33	4,39	4,23	4,00	3,91
Bežná likvidita	6,62	6,68	6,49	6,23	6,09
Rentabilita aktív	7,38%	9,87%	9,76%	9,55%	10,15%
Rentabilita vlastného kapitálu	8,63%	11,55%	11,45%	11,26%	11,99%
EBITDA marža	11,93%	14,06%	13,78%	13,46%	14,06%
Obrat čistých aktív	1,04	1,06	1,08	1,10	1,10

Zdroj: vlastné spracovanie

Okamžitá, pohotová, ako aj bežná likvidita má v pláne klesajúci charakter, pričom sa drží na priemerných hodnotách analýzy z histórie. Pokles je primárne zapríčinený rýchlejším tempom rastu krátkodobých záväzkov v porovnaní s rastom finančných účtov. Vzhľadom na to, že spoločnosť si dlhodobo držala výrazne vyššiu hladinu likvidity oproti konkurencii, nie je tento pokles považovaný ako negatívum, skôr ako priblíženie sa k priemerných hodnotám porovnateľných spoločností na trhu.

Opačný trend zachycuje rentabilita aktív a vlastného imania, kedy je v pláne naznačený ich mierny nárast. Tento rast ovplyvňuje plánovaný výraznejší nárast výsledku hospodárenia oproti celkovým aktívam, respektíve hodnote vlastného imania. Keďže v kapitole finančnej analýzy sa obe rentability za minulosť pohybovali pod priemernou úrovňou rentabilít porovnávaných spoločností, nárast v období 1. fázy zachytáva správne priblíženie k trhovým hodnotám.

Vývoj EBITDA marže v 1. fáze plánu bol okomentovaný v rámci kapitoly generátorov hodnoty. Ako vyplýva z tabuľky, plánovaný je nárast a priblíženie k hodnotám marží konkurenčných spoločností. Rýchlejší rast tržieb oproti nárastu čistých aktív má za následok taktiež zvyšujúce sa hodnoty obratu čistých aktív.

Tabuľka 35 - Prognózovaná rentabilita prev. potr. investovaného kapitálu

Rentabilita IK	2018	2019	2020	2021	2022	TH
KPVH po odpisoch a zdanení	1 712 098	2 379 583	2 414 645	2 428 098	2 662 106	2 741 969
Investovaný kapitál pr. potrebný	18 788 877	19 245 327	19 935 192	20 630 105	21 225 282	x
Rentabilita prev. potr. IK	8,8%	12,7%	12,5%	12,2%	12,9%	12,9%

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka č. 35 zahrňuje výpočet rentability investovaného kapitálu vypočítanú ako pomer KPVH po zdanení a prevádzkovo potrebného investovaného kapitálu. Aby mohol byť podnik označený za rentabilný, musí mať rentabilita prevádzkovo potrebného investovaného kapálu hodnotu prevyšujúcu diskontnú sadzbu použitú v oceňovacom modeli, ako to je aj v tomto prípade.

6 Ocenenie podniku

Spoločnosť Baliarne obchodu Poprad bude po prevedení potrebných analýz a vytvorení finančného plánu ocenená výnosovou metódou diskontovaných peňažných tokov DCF Equity. Metóda DCF Equity je v praxi veľmi rozšírená a pre potreby tohto ocenenia je vybraná ako primárna metóda na základe faktu, že podnik nedisponuje žiadnym dlhovým kapitálom a dlhodobo vykazuje na konci účtovného obdobia zisk. Kalkulovaný bude dvojfázový model DCF Equity, ktorého výstupom je, po pričítaní prevádzkovo nepotrebných aktív, netto hodnota podniku. Ako sekundárny prístup je zvolená metóda trhových multiplikátorov, ktorá bude slúžiť na vymedzenie relevantného rozpätia výslednej hodnoty podniku z výnosového ocenenia. Vzorec pre výpočet DCF Equity má tvar:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1 + CAPM)^t} + \frac{TH}{(1 + CAPM)^T}$$

z čoho:

H_n - netto hodnota podniku

FCFE - hodnota voľných peňažných tokov pre vlastníkov

CAPM - náklady vlastného kapitálu

TH - terminálna hodnota (2. fáza ocenenia)

6.1 Náklady na vlastné imanie

Výstupom metódy DCF Equity je priamo hodnota vlastného kapitálu podniku, preto sú ako diskontný faktor použité náklady na vlastné imanie. Pre výpočet nákladov na vlastné imanie je použitý Capital Assets Pricing Model (CAPM) podľa vzorca:

$$CAPM = RfR + \beta * RPT + RPZ + RPV$$

z čoho:

RfR - bezriziková úroková miera

β - beta koeficient

RPT - riziková prirážka trhu

RPZ - riziková prirážka zeme

RPV - riziková prirážka za veľkosť podniku

Bezriziková úroková miera

Bezriziková úroková miera je pre model CAPM určená Svenssnovou metódou. Vstupnými údajmi modelu za obdobie 1.1.2017 až 31.12.2017 sú parametre β_0, β_1, β_2, β_3, τ_1 a τ_2 výnosovej krivky štátnych dlhopisov krajín eurozóny s ratingom AAA. Potrebné parametre pre Svenssnovu metódu sú zverejňované na stránkach európskej centrálnej banky. Ďalšími vstupnými hodnotami modelu sú prognózované tržby oceňovaného podniku pre celú 1. fázu ocenenia z analýzy genrátorov hodnoty a tržby pre 2. fázu (predpoklad nekonečného trvania podniku) s ročným tempom rastu na úrovni 3%.

Použitý model prepočítava získané vstupné parametre na prognózované spotové miery a následne na miery termínované. Model ďalej prognózované termínované úrokové miery používa k diskontu plánovaných tržieb na súčasnú hodnotu za zvolené obdobie 30 rokov plus terminálne obdobie. Bezriziková úroková miera je potom vyčíslená ako úroková miera použitá k určeniu čistej súčasnej hodnoty tržieb za zvolené obdobie, ktorá sa rovná čistej súčasnej hodnote diskontovaných tržieb pomocou prognózovaných termínovaných úrokových mier. Výsledná hodnota bezrizikovej úrokovej miery na základe popísanej kalkulácie po zaokrúhlení na jedno desetinné miesto je 1,3%.

Beta koeficient

Beta koeficient, ako faktor zohľadňujúci systematické riziko nezadĺženej spoločnosti, je pre účel výpočtu nákladov vlastného imania kalkulovaný na základe dát z databázy Duff & Phelps (D&P). S prihliadnutím na odvetvie, v ktorom oceňovaná spoločnosť pôsobí som zvolil kategóriu Jedlo, Nápoje a Tabak (Food, Beverage & Tobacco) v oblasti eurozóny, ako relevantnú skupinu porovnateľných spoločností z databázy D&P. Prevzatá zadĺžená beta bola oddĺžená pomocou trhovej dlhovej páky pre zvolenú katégóriu (Duff & Phelps, 2017) a priemernej daňovej sadzby krajín európskej únie. (Databáza KPMG, 2018) Vzorec pre kalkuláciu nezadĺženej bety je nasledujúci:

$$\beta_n = \frac{\beta_z}{1 + (1 - daňová\ sadzba) * Trhová\ finančná\ páka}$$

Tabuľka nižšie zobrazuje prepočet bety a výslednú hodnotu, ako vstupný parameter pre model CAPM.

Tabuľka 36 - Výpočet koeficientu Beta

Beta koeficient Duff & Phelps	
Odvetvie	Food, Beverage & Tobacco
Oblasť, mena	Eurozone, EUR
Beta zadĺžená	0,89
Trhová finančná páka	34,90%
Daňová sadzba	21,3%
Beta nezadĺžená	**0,70**

Zdroj: Duff & Phelps (2017), vlastné spracovanie

Riziková prirážka trhu

Riziková prirážka trhu v modeli CAPM zohľadňuje rozdiel medzi priemernou výnosnosťou na kapitálovom trhu a bezrizikovou úrokovou mierou. Hodnotu rizikovej prirážky trhu som prevzal z analýz prof. Damodarana, ktoré sú uverejnené na jeho stránkach. RPT je možné stanoviť primárne troma hlavnými spôsobmi: pomocou rozpätia kreditného rizika, dividendového diskontného modelu alebo z dát z opčného trhu. (Damodaran, 2016) Prevzatá hodnota pre Slovenskú republiku počítaná na základe rozpätia kreditního rizika (angl. Credit Default Spread) je na úrovni 5,6%. (Damodaran, 2018)

Riziková prirážka zeme

Riziková prirážka zeme je taktiež prevzatá z analýz prof. Damodarana. Pre Slovenskú republiku a rok 2017 je zverejnená hodnota 0,51%.

Riziková prirážka za veľkosť podniku

Poslednou prirážkou doplnenou do modelu CAPM je prirážka zohľadňujúca veľkosť podniku. Zohľadňuje predpoklad, že menšia spoločnosť, príp. neobchodovaná na kapitálovom trhu, nesie vyššie riziko v porovnaní s väčšími listovanými spoločnosťami na burze. Riziková prirážka za veľkosť podniku je vypočítaná pomocou logaritmickej regresnej funkcie z tržieb, celkových aktív a hodnoty vlastného imania podniku k dátumu ocenenia. Regresné analýzy sú dostupné z databázy spoločnosti Duff & Phelps. (Duff & Phelps, 2016) Hodnota danej rizikovej prirážky určená ako priemer výsledných hodnôt z funkcie tržieb, celkových aktív a vlastného imania je 3,6%. Tabuľka nižšie zobrazuje vypočítané hodnoty.

Tabuľka 37 - Výpočet prirážky za veľkosť podniku

Prirážka za veľkosť podniku Duff & Phelps	
Základ - Vlastné imanie	3,1%
Základ - Celkové aktíva	4,3%
Základ - Tržby	3,5%
Priemerná prirážka za veľkosť podniku	**3,6%**

Zdroj: Duff & Phelps (2016), vlastné spracovanie

Súhrnný výpočet modelu CAPM

V tabuľke č. 38 sú zhrnuté vstupy do modelu CAPM a výsledná hodnota prepočtu nákladov vlastného imania, ktorá je na úrovni 9,32%.

Tabuľka 38 - Výpočet nákladov vlastného imania: Model CAPM

CAPM - náklady vlastného imania	
Bezriziková úroková miera	1,3%
Prémia za trhové riziko	5,6%
Beta zadĺžená	0,89
Beta nezadĺžená	0,70
Riziková prirážka zeme	0,5%
Riziková prirážka za veľkosť podniku	3,6%
Výsledná hodnota CAPM - nvi	**9,32%**

Zdroj: Damodaran (2018), Duff & Phelps (2016, 2017), vlastné spracovanie

6.2 Voľné peňažné toky pre vlastníkov

Metóda DCF Equity počíta s voľnými peňažnými tokmi pre vlastníkov (angl.. Free Cash Flow to Equity), ktoré je potrebné vymedziť. KPVH pred zdanením je najprv upravený o hodnotu 21% dane z príjmov právnických osôb. Následne je od KPVH po zdanení odčítaná hodnota netto investícií do prevádzkovo potrebného dlhodobého majetku a netto investície do prev. potr. pracovného kapitálu. Kalkulácia a hodnoty voľných peňažných tokov sú zobrazené v tabuľke nižšie. Hodnota KPVH po dani a voľných peňažných tokov pre 2. fázu ocenenia je určená ako hodnota príslušného parametru za rok 2022 zvýšená o tempo rastu tržieb na úrovni 3%.

Tabuľka 39 - Výpočet súčasnej hodnoty FCFE (EUR)

Voľné peňažné toky pre vlastníkov	2018	2019	2020	2021	2022	TH
KPVH pred zdanením	2 167 213	3 012 131	3 056 513	3 073 542	3 369 754	
Daň	-455 115	-632 547	-641 868	-645 444	-707 648	
KPVH po dani	**1 712 098**	**2 379 583**	**2 414 645**	**2 428 098**	**2 662 106**	**2 741 969**
Investície do DM netto	562 478	137 620	-92 340	-223 993	-232 322	
Investície do PK	69 094	-594 070	-597 525	-470 920	-362 855	
Investície netto	**631 572**	**-456 450**	**-689 865**	**-694 913**	**-595 177**	
FCFE	**2 343 670**	**1 923 133**	**1 724 780**	**1 733 185**	**2 066 928**	**2 128 936**
Diskontný faktor	0,915	0,837	0,765	0,700	0,640	
Súčasná hodnota FCFE	**2 143 821**	**1 609 138**	**1 320 108**	**1 213 425**	**1 323 687**	

Zdroj: vlastné spracovanie

6.3 Terminálna hodnota

Terminálna hodnota pri metóde DCF Equity zachycuje peňažné toky pre vlastníkov od začiatku 2. fázy až do nekonečna. K výpočtu je zvolený parametrický vzorec, kterého vstupy vychádzajú z generátorov hodnoty.

$$TH = \frac{KPVH_T * (1+g) * (1-\frac{g}{r_i})}{CAPM - g}$$

z čoho:

$KPVH_T$ - KPVH po zdanení v poslednom roku 1. fázy

g - tempo rastu v 2. fáze

r_i - rentabilita investícií v 2. fáze

CAPM - náklady vlastného imania

Hodnota KPVH po zdanení pre potreby výpočtu je z posledného roku 1. fázy, tj. rok 2022 zvýšená o tempo rastu v druhej fáze. Tempo rastu pre terminálnu hodnotu vychádza zo strategickej analýzy, kde bola určená jeho úroveň na 3%. Náklady vlastného imania kalkulované modelom CAPM boli vyjadrené v predchádzajúcej podkapitole s výslednou percentuálnou hodnotou 9,32%. Rentabilitu investícií, ktorá je kľúčová a vstupuje do parametrického vzorca, je potrebné porovnať s rentabilitou investovaného kapitálu a diskontnou sadzbou určenou v tomto prípade nákladmi na vlastné imanie. Obe hodnoty, rentabilita investícií a rentabilita investovaného kapitálu pre druhú fázu ocenenia, by mali byť v prípade predpokladu stability podniku stabilné, tj. mali by sa rovnať. (Mařík, 2011b) Rentabilita investovaného kapitálu bola vypočítaná v rámci analýzy finančního plánu s výslednou hodnotou pre 2. fázu 12,9%, zaokrúhlene 13%. Z výpočtu rentability investícií daného pomerom prírastku KPVH po zdanení v 2. fáze a netto investíciami v roku 2022

vyplýva hodnota tejto rentability pre 2. fázu ocenenia na úrovni 13%. Rentabilita investícií a investovaného kapitálu je teda v terminálnej fáze rovnaká. Druhým predpokladom je vyššia hodnota rentability investovaného kapitálu v porovnaní s diskontnou sadzbou. V tomto prípade, kedy je diskontná sadzba na úrovni 9,32% a rentabilita IK na úrovni 13%, je predpoklad naplnený, a teda podnik tvorí hodnotu.

Výsledné hodnoty parametrov vstupujúcich do parametrického vzorca sú zhrnuté v tabuľke nižšie.

Tabuľka 40 - Vstupy pre parametrický vzorec

Parametrický vzorec - vstupy pre 2. fázu ocenenia	
KPVH po zdanení	2 741 969
Tempo rastu	3%
CAPM - náklady vlastného imania	9,32%
Rentabilita investícií	13%

Zdroj: Mařík (2011b), vlastné spracovanie

6.4 Ocenenie podniku metódou DCF Equity

Použitím výnosovej metódy DCF Equity pre účely ocenenia podniku a parametrického vzorca pre terminálnu hodnotu som získal súčasnú hodnotu peňažných tokov v hodnote 28 975 843 EUR. Po pričítaní prevádzkovo nepotrebných aktív v hodnote 6 608 147 EUR dosiahla výsledná trhová hodnota podniku k dátumu ocenenia hodnotu 35 583 990 EUR.

Tabuľka 41 - Ocenenie podniku metódou DCF Equity (EUR)

Perióda	1	2	3	4	5	
Voľné peňažné toky pre vlastníkov	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**TH**
KPVH pred zdanením	2 167 213	3 012 131	3 056 513	3 073 542	3 369 754	
Daň	-455 115	-632 547	-641 868	-645 444	-707 648	
KPVH po dani	**1 712 098**	**2 379 583**	**2 414 645**	**2 428 098**	**2 662 106**	**2 741 969**
Investície do DM netto	562 478	137 620	-92 340	-223 993	-232 322	
Investície do PK	69 094	-594 070	-597 525	-470 920	-362 855	
Investície netto	**631 572**	**-456 450**	**-689 865**	**-694 913**	**-595 177**	
FCFE	**2 343 670**	**1 923 133**	**1 724 780**	**1 733 185**	**2 066 928**	**2 128 936**
Diskontný faktor	0,915	0,837	0,765	0,700	0,640	
Súčasná hodnota FCFE	**2 143 821**	**1 609 138**	**1 320 108**	**1 213 425**	**1 323 687**	
Terminálna hodnota						**33 362 346**

Výsledná hodnota:	**Parameter**
Súčasná hodnota 1. fázy	7 610 178
Súčasná hodnota 2. fázy	21 365 665
Hodnota prevádzkovo nepotrebného majetku	6 608 147
Hodnota podniku netto	**35 583 990**

Zdroj: Mařík (2011b), vlastné spracovanie

6.5 Ocenenie podniku metódou trhových multiplikátorov

Ako sekundárnu metódu ocenenia, z dôvodu vymedzenia vrchnej a spodnej hranice hodnoty podniku, som zvolil metódu trhových multiplikátorov. Trhový multiplikátor určuje pomer trhovej, prípadne odhadnutej hodnoty spoločnosti a veľkosti vybranej položky finančných výkazov. Hlavným predpokladom je podobnosť oceňovanej spoločnosti so spoločnosťou na trhu, ktorá determinuje multiplikátor pre ocenenie. Pre účely tohoto ocenenia sú zvolené priemerné hodnoty multiplikátorov z odvetvia, do ktorého oceňovaný podnik spadá. Spoločnosť Baliarne obchodu Poprad nie je verejne obchodovaná spoločnosť, z daného dôvodu je hodnota podniku kalkulovaná metódou trhových multiplikátorov vo výsledku upravená.

K oceneniu sú použité trhové multiplikátory zverejnené v databáze prof. Damodarana k dátumu ocenenia. Vybrané sú multiplikátory EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales a P/BV z analyzovaného odvetvia - spracovanie jedla (angl. Food Processing) v regióne Európa. Vybrané odvetvie zahrňuje vzorku 150 spoločností, ktoré tvoria dostatočný základ pre určenie relevantního hodnotového rozpätia.

Získaná hodnota multiplikátoru je následne vynásobená príslušnou vzťahovou veličinou. Výsledok je ešte potrebné upraviť pričítaním prevádzkovo nepotrebného majetku, čím dostaneme celkovú hodnotu podniku. Poslednou úpravou je zníženie hodnoty o neobchodovateľnosť oceňovaného podniku, keďže trhové multiplikátory vychádzajú z verejne obchodovaných spoločností. Podľa daňových súdov v USA sa rozmedzie diskontu za neobchodovateľnosť u kontrolného podielu pohybuje od 3% do 33%. (Mařík, 2011a) Percentuálne zníženie hodnoty z dôvodu neobchodovateľnosti a neporovnateľne menšej veľkosti BOP som zvolil na hraničnej úrovni 33%. Vstupné parametre a kalkulácia ocenenia pomocou trhových multiplikátorov je zhrnutá v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 42 - Ocenenie podniku metódou trhových multiplikátorov (EUR)

Metóda trhových multiplikátorov	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales	Price/BV
Vzťahová veličina	Zisk pred úrokmi, odpismi a zdanením	Zisk pred úrokmi a zdanením	Tržby	Vlastné imanie
Hodnota multiplikátoru	13,36	18,34	2,08	3,17
Hodnota vzťahovej veličiny oceň. podniku	3 043 124	1 913 617	25 935 544	24 717 431
Hodnota neprevádzkového majetku	6 608 147	6 608 147	6 608 147	6 608 147
Trhová hodnota podniku	**47 264 283**	**41 703 882**	**60 554 078**	**84 962 403**
Úprava o veľkosť a neobchodovateľnosť	15 597 214	13 762 281	19 982 846	28 037 593
Výsledná hodnota podniku	**31 667 070**	**27 941 601**	**40 571 232**	**56 924 810**

Zdroj: Damodaran (2018), vlastné spracovanie

Pomocou metódy trhových multiplikátorov som určil spodnú hranicu ocenenia multiplikátorom EV/EBIT s výslednou hodnotou podniku 27 941 601 EUR. Vrchná hranica bola dosiahnutá multiplikátorom P/BV s výslednou hodnotou podniku 56 924 810 EUR. Priemerná hodnota podniku zo všetkých štyroch multiplikátorov je vo výške 39 276 178 EUR.

6.6 Súhrnné ocenenie

Hlavné východisko ocenenia podniku Baliarne obchodu, a.s. Poprad tvorí metoda DCF Equity. Metóda trhových multiplikátorov slúži na vymedzenie rámca výslednej hodnoty podniku. Výsledné hodnoty oboch oceňovacích metód sú nasledovné:

- Metóda DCF Equity: 35 583 990 EUR
- Metóda trhových multiplikátorov: 27 941 601 EUR – 56 924 810 EUR

Výsledná hodnota podniku určená metódou DCF Equity sa nachádza vo vymedzenom rámci metódou trhových multiplikátorov.

Trhová hodnota spoločnosti Baliarne obchodu, a.s. Poprad k dátumu ocenenia 1.1.2018 je odhadnutá vo výške:

35 583 990 EUR

Záver

Cieľom diplomovej práce bolo odhadnúť trhovú hodnotu podniku Baliarne obchodu, a.s. Poprad k dátumu ocenenia 1.1.2018. Finálnemu odhadu hodnoty predchádzala finančná a strategická analýza, analýza generátorov hodnoty a z toho vyplývajúci finančný plán. K samotnému oceneniu bola použitá metóda DCF Equity a trhové multiplikátory EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales a P/BV.

Z finančnej analýzy vyplynulo, že oceňovaný podnik sa pohybuje blízko priemeru analyzovaných pomerových ukazateľov v porovnaní s vybranou konkurenciou, ktorú v tomto prípade tvorili tri spoločnosti krajín Vyšehrádskej štvorky. Porovnateľné podniky boli vybrané na základe rovnakej hlavnej činnosti podľa NACE 1083 – výroba kávy a čaju. Oceňovaná spoločnosť sa od komparatív líšila výraznejšie v hodnotách likvidity. Vysoká likvidita podniku bola zapríčinená hlavne držaním vyššieho množstva prostriedkov na finančných účtoch. Veľmi dobré finančné postavenie dokázal aj rýchly test v závere kapitoly FA. Finančná analýza formou priestorového a časového porovnania vyhodnotila finančné zdravie podniku a potvrdila predpoklad fungovania podniku ako „going concern“.

Strategická analýza v nasledujúcej kapitole vymedzila relevantný trh ako trh s kávou a čajom na území Slovenskej republiky. Priama konkurencia bola v tomto prípade definovaná ekonomickou činnosťou podľa NACE 4637, keďže ju tvoria spoločnosti predávajúce na slovenskom trhu kávové a čajové výrobky vyrobené v zahraničí. Veľkosť, ako aj prognóza trhu boli zvlášť rozdelené na segment kávy a segment čaju z dôvodu, že vývoj oboch segmentov na trhu mal rozličný priebeh. Z výsledkov analýzy vonkajších vplyvov SA vyplynul pozitívny charakter oboch segmentov na trhu hlavne v oblasti štruktúry zákazníkov a veľkosti samotného trhu. Vnútorná analýza potvrdila dominantné postavenie oceňovaného podniku ako na trhu s kávou, tak aj na trhu s čajom. V roku 2017 je spoločnosť z hľadiska trhového podielu na Slovensku v segmente kávy na 3. mieste a v segmente čaju na 1. mieste. Svoj trhový podiel si udržuje vďaka inováciám produktového portfólia a stabilného manažmentu, ktorý udržuje dlhodobo dobrú finančnú situáciu podniku. Výstupom strategickej analýzy bola prognóza tržieb podniku a tempo rastu pre 2. fázu.

Kapitola generátorov hodnoty začínala vyčlenením prevádzkovo nepotrebného majetku, ktorý nevstupuje do oceňovacieho modelu, a zároveň kalkuláciou KPVH. Samotná prognóza generátorov hodnoty nadviazala na prognózované tržby zo SA a vytvorila tak základ pre zostavenie finančního plánu. Finančný plán predpokladá zachovanie štruktúry financovania

z minulosti, čím nebolo prognózované žiadne čerpanie úverov. V závere kapitoly je finančný plán podrobený analýze základných finančných ukazateľov pre potvrdenie reálnosti použitých predpokladov a konzistencie s minulosťou.

Z výnosových metód bola ako primárna metóda zvolená metóda DCF Equity, predovšetkým kvôli nulovému prognózovanému zadĺženiu podniku. Pre potreby diskontu boli z rovnakého dôvodu použité náklady na vlastné imanie kalkulované modelom CAPM. Vstupné parametre modelu boli prevzaté z analýz prof. Damodarana a databázy Duff & Phelps. Terminálna hodnota bola vypočítaná pomocou parametrického vzorca. Sekundárnou metódou ocenenia podniku bola metóda trhových multiplikátorov, pomocou ktorej boli vymedzené krajné hodnoty ocenenia.

Výsledná odhadovaná hodnota ocenenia podniku Baliarne obchodu, a.s. Poprad získaná metodou DCF Equity je 35,58 milióna EUR spadajúca do intervalu 27,94 – 56,92 milióna EUR vymedzeného trhovými multiplikátormi.

Literatúra

Knižné zdroje

DAMODARAN Aswath, Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2016 Edition (2016). Dostupné z: https://ssrn.com/abstract=2742186

Duff & Phelps (2016): 2016 International Valuation Handbook: Guide to Cost of Capital - Market Results Through December 2015 and March 2016. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., ©2016. ISBN 978-1-119-13304-9

Duff & Phelps (2017): 2017 Valuation Handbook: International Industry Cost of Capital - Market Results Through March 2017. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., ©2017, ISBN 978-1-119-36675-1

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ (2007): Finanční analýza a plánování podniku. Praha: Ekopress, ©2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2

MAREK, Petr (2011): Studijní průvodce financemi podniku. Praha: Ekopress, ©2006, 624 s. ISBN 80-861-1937-8

MAŘÍK, M. a kol. (2011a): Metody oceňování podniku: Proces ocenění – základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929- 67-5

MAŘÍK, M. a kol. (2011b): Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4

PORTER, M. E.: The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. NY: Free Press, 1985. (Republished with a new introduction in 1998.)

Elektronické zdroje

BOP (2019): Baliarne obchodu, a.s. Poprad [online]. ©2019 [cit. 2019-02-05]. Dostupné z: https://baliarne.sk

DAH (2017): Nesspresso prichádza na slovenský trh. Prvú pobočku otvorí v Bratislave. Hospodárske noviny [online]. [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: https://strategie.hnonline.sk/marketing/982552-nespresso-prichadza-na-slovensky-trh

DAMODARAN, Aswath (2018): Data: Archived. [online], New York, 2018 [cit. 2018-12-19]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

DATABÁZA AMADEUS (2018): Amadeus [online]. Vienna: Bureau van Dijk, ©2018 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://amadeus.bvdinfo.com

DATABÁZA KPMG (2018): Corporate tax rates table [online]. Switzerland, ©2018 [cit. 2019-10-01]. Dostupné z: https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html

DATABÁZA Passport (2018): Euromonitor International [online]. ©2018 [cit. 2018-11-29]. Dostupné z: https://go.euromonitor.com/passport.html

Klember (2018): [online] ©2018 [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: http://www.klember.sk

KOŠTÁL, Daniel (2015): Celková atraktivita čaju je stále dôležitá. RETAIL magazin.sk [online]. [cit. 2019-03-25]. Dostupné z: http://www.retailmagazin.sk/rozhovor-mesiaca/988-celkova-atraktivita-caju-je-stale-dolezitejsia

MF SR (2018): Register účtovných závierok, Detail ÚJ a jej ÚZ. Baliarne obchodu, a.s. Poprad [online].©2011-18 [cit. 2018-11-02]. Dostupné z http://www.registeruz.sk/cruz-public/domain/accountingentity/show/159729

NBS (2018): Strednodobá predikcia. Národná banka Slovenska [online]. [cit. 2018-12-12]. Dostupné z: https://www.nbs.sk/sk/publikacie/strednodoba-predikcia

Nestlé (2018): [online] ©2018 [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: https://www.nestle.cz/sk

Popradské (2018): Baliarne Obchodu, a.s. Poprad [online]. ©2018 [cit. 2018-10-05]. Dostupné z: https://www.popradske.sk

REŠOVSKÁ, Ľudmila (2015): Privatizácia po slovensky, alebo Ako Baliarne obchodu Poprad v slovenských rukách ostali. Podtatranský kuriér [online]. [cit. 2018-10-29]. Dostupné z: https://www.podtatransky-kurier.sk/spravodajstvo/baliarne-obchodu-a-s-poprad-najvacsi-slovensky-dodavatel-kavy-a-caju-na-domaci-trh-si-tohto-roku-pripominaju-60-vyrocie-vzniku?fbclid=IwAR1BSiGnkWxK9ICzxT_uyJ2w430lD9CHpGE5sTeq3GQBUvqh6uTOPJyvj3s

Statista (2018a): Coffee Slovakia [online]. ©2018 [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: https://www.statista.com/outlook/30010000/151/coffee/slovakia

Statista (2018b): Tea Slovakia [online]. ©2018 [cit. 2018-12-15]. Dostupné z: https://www.statista.com/outlook/30020000/151/tea/slovakia

Tchibo (2018): [online] ©2018 [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: https://www.tchibo.sk

Teekanne (2018): [online] ©2018 [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: http://www.teekanne.sk

Unilever (2018): [online] ©2018 [cit. 2018-12-18]. Dostupné z: https://www.unilever.sk

Zoznamy grafov a tabuliek

Zoznam grafov

Graf 1 - Historická štruktúra dlhodobého majetku 14
Graf 2 - Historická štruktúra obežného majetku 15
Graf 3 - Historická štruktúra vlastného imania 17
Graf 4 - Historická štruktúra záväzkov a rezerv 17
Graf 5 - Porovnanie tržieb s vybranými spoločnosťami 19
Graf 6 - FA: Okamžitá likvidita 22
Graf 7 - FA: Pohotová likvidita 23
Graf 8 - FA: Bežná likvidita 24
Graf 9 - FA: Rentabilita aktív 25
Graf 10 - FA: Zisková (EBITDA) marža 26
Graf 11 - FA: Rentabilita vlastného imania 27
Graf 12 - FA: Obrat čistých aktív 28
Graf 13 - FA: Obrat zásob 29
Graf 14 - FA: Doba splatnosti pohľadávok 30
Graf 15 - FA: Doba splatnosti záväzkov 31
Graf 16 - FA: Finančná páka 32
Graf 17 - FA: Produktivita 33
Graf 18 - Kvantitatívne vymedzenie trhu 38
Graf 19 - Objem predaja na trhu v mil. Kg 39
Graf 20 - Priemerné tržby za 1 kg v EUR 40
Graf 21 - Podiel na trhu s kávou 44
Graf 22 - Podiel na trhu s čajom 45
Graf 23 - Prognóza tržieb oceňovaného podniku 51

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1 - Historické sadzby DPPO 13
Tabuľka 2 - Historická štruktúra aktív (EUR) 16
Tabuľka 3 - Historická štruktúra pasív (EUR) 18
Tabuľka 4 - Historická štruktúra výkazu ziskov a strát (EUR) 20
Tabuľka 5 - Historická štruktúra výkazu peňažných tokov (EUR) 21
Tabuľka 6 - FA: Rýchly test 34
Tabuľka 7 - Kvantitatívne vymedzenie trhu (mil. EUR) 38
Tabuľka 8 - Vyhodnotenie analýzy vonkajšieho potenciálu 42
Tabuľka 9 - Prognóza trhu: Regresná analýza (mil. EUR) 43
Tabuľka 10 - Prognóza trhu: Analýza Statista (mil. EUR) 43
Tabuľka 11 - Vyhodnotenie analýzy vnútorného potenciálu 49
Tabuľka 12 - Prognóza tržieb oceňovaného podniku (EUR) 51
Tabuľka 13 - Rozdelenie peňažných prostriedkov na prev. potrebné a nepotrebné (EUR) 53
Tabuľka 14 - Vymedzenie prevádzkovo potrebného investovaného kapitálu (EUR) 54
Tabuľka 15 - Výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia (EUR) 55
Tabuľka 16 - Prognóza tržieb pre 1. fázu plánu (tis. EUR) 55
Tabuľka 17 - Výpočet ziskovej marže z prevádzkovej činnosti (EUR) 55
Tabuľka 18 - Faktory ziskovej marže 58
Tabuľka 19 - Analýza a prognóza osobných nákladov podniku (EUR) 58
Tabuľka 20 - Výpočet ziskovej marže zdola (EUR) 59
Tabuľka 21 - Prognóza ziskovej marže zdola (EUR) 60
Tabuľka 22 - Analýza a prognóza dôb obratu zásob 62
Tabuľka 23 - Analýza a prognóza dôb obratu krátkodobých pohľadávok 62
Tabuľka 24 - Analýza a prognóza dôb obratu krátkodobých záväzkov 63
Tabuľka 25 - Prognóza prevádzkovo potrebného pracovného kapitálu (EUR) 64
Tabuľka 26 - Prognóza prevádzkovo potrebného dlhodobého majetku (EUR) 65
Tabuľka 27 - Prognóza dlhodobého majetku (EUR) 67
Tabuľka 28 - Analýza rozdeľovania výsledku hospodárenia (EUR) 68
Tabuľka 29 - Prognóza rozdeľovania výsledku hospodárenia (EUR) 69
Tabuľka 30 - Prognózovaný výkaz ziskov a strát (EUR) 70
Tabuľka 31 – Prognózované aktíva (EUR) 71
Tabuľka 32 - Prognózované pasíva (EUR) 72

Tabuľka 33 - Prognózovaný výkaz peňažných tokov (EUR) 73
Tabuľka 34 - Analýza finančného plánu 73
Tabuľka 35 - Prognózovaná rentabilita prev. potr. investovaného kapitálu 74
Tabuľka 36 - Výpočet koeficientu Beta 77
Tabuľka 37 - Výpočet prirážky za veľkosť podniku 78
Tabuľka 38 - Výpočet nákladov vlastného imania: Model CAPM 78
Tabuľka 39 - Výpočet súčasnej hodnoty FCFE (EUR) 79
Tabuľka 40 - Vstupy pre parametrický vzorec 80
Tabuľka 41 - Ocenenie podniku metódou DCF Equity (EUR) 81
Tabuľka 42 - Ocenenie podniku metódou trhových multiplikátorov (EUR) 82

Prílohy

Výstup regresnej analýzy pre prognózu tržieb na trhu s kávou

Príloha 1 - Regresná analýza - prognóza tržieb na trhu v segmente káva

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,9132369
R Square	0,8340017
Adjusted R Square	0,8063353
Standard Error	8,8049815
Observations	8

ANOVA

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*
Regression	1	2337,0688	2337,0688	30,144953	0,0015284
Residual	6	465,16619	77,527698		
Total	7	2802,235			

	Coefficients	*Standard Erro*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95,0%*	*Upper 95,0%*
Intercept	-14775,926	2735,6197	-5,4013087	0,0016618	-21469,746	-8082,106	-21469,746	-8082,106
Káva	7,4595238	1,3586381	5,4904419	0,0015284	4,1350561	10,783992	4,1350561	10,783992

Zdroj: Statista (2018a), vlastné spracovanie

Výstup regresnej analýzy pre prognózu tržieb na trhu s čajom

Príloha 2 - Regresná analýza - prognóza tržieb na trhu v segmente čaj

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,9958461
R Square	0,9917095
Adjusted R Square	0,9903278
Standard Error	0,3231173
Observations	8

ANOVA

	df	*SS*	*MS*	*F*	*Significance F*
Regression	1	74,933571	74,933571	717,72178	1,786E-07
Residual	6	0,6264286	0,1044048		
Total	7	75,56			

	Coefficients	*Standard Erro*	*t Stat*	*P-value*	*Lower 95%*	*Upper 95%*	*Lower 95,0%*	*Upper 95,0%*
Intercept	-2673,7607	100,3893	-26,633921	1,85E-07	-2919,4045	-2428,1169	-2919,4045	-2428,1169
Čaj	1,3357143	0,0498581	26,79033	1,786E-07	1,213716	1,4577126	1,213716	1,4577126

Zdroj: Statista (2018b), vlastné spracovanie

Historické finančné výkazy v plnom rozsahu

Príloha 3 - Historické aktíva

Aktíva	2013	2014	2015	2016	2017
Aktíva celkom	**27 879 285**	**29 157 025**	**27 733 993**	**29 397 793**	**28 736 782**
Dlhodobý majetok	**11 036 562**	**10 666 403**	**9 502 624**	**8 944 486**	**8 698 642**
Dlhodobý nehmotný majetok súčet	**120 353**	**141 171**	**134 872**	**112 185**	**79 593**
Softvér	46 720	99 698	122 272	74 754	79 593
Obstarávaný dlhodobý nehmotný majetok	61 033	28 873	0	37 431	0
Poskytnuté preddavky na dlhodobý nehmotný majetok	12 600	12 600	12 600	0	0
Dlhodobý hmotný majetok súčet	**10 866 095**	**10 475 673**	**9 316 891**	**8 781 436**	**8 565 232**
Pozemky	196 286	196 286	196 286	196 286	196 286
Stavby	6 999 594	6 691 700	6 392 778	6 183 313	5 902 388
Samostatné hnuteľné veci a súbory hnuteľných vecí	2 798 158	3 472 678	2 713 142	2 287 112	2 125 960
Ostatný dlhodobý hmotný majetok	8 298	10 878	10 878	10 878	10 878
Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	785 835	3 500	0	847	25 995
Poskytnuté preddavky na dlhodobý hmotný majetok	77 924	100 631	3 807	103 000	303 725
Dlhodobý finančný majetok súčet	**50 114**	**49 559**	**50 861**	**50 865**	**53 817**
Ostatné realizovateľné cenné papiere a podiely	50 114	49 559	50 861	50 865	53 817
Obežný majetok	**16 796 763**	**18 450 353**	**18 189 952**	**20 411 063**	**19 991 345**
Zásoby súčet	**10 276 097**	**7 295 840**	**8 083 115**	**6 384 129**	**7 474 065**
Materiál	9 059 409	6 394 985	7 007 103	5 058 120	5 610 464
Nedokončená výroba a polotovary vlastnej výroby	99 052	0	0	79 604	0
Výrobky	849 843	751 035	781 205	754 325	1 511 628
Tovar	267 793	149 820	294 807	492 080	351 973
Dlhodobé pohľadávky	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Krátkodobé pohľadávky súčet	**3 701 052**	**2 992 406**	**3 483 187**	**4 037 708**	**3 525 582**
Pohľadávky z obchodného styku súčet	3 507 536	2 969 001	3 208 437	4 014 750	3 393 188
Daňové pohľadávky a dotácie	170 021	298	250 798	0	129 854
Iné pohľadávky	23 495	23 107	23 952	22 958	2 540
Krátkodobý finančný majetok	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Finančné účty	**2 819 614**	**8 162 107**	**6 623 650**	**9 989 226**	**8 991 698**
Časové rozlíšenie súčet	**45 960**	**40 269**	**41 417**	**42 244**	**46 795**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Príloha 4 - Historické pasíva

Pasíva	2013	2014	2015	2016	2017
Pasíva celkom	**27 879 285**	**29 157 025**	**27 733 993**	**29 397 793**	**28 736 782**
Vlastné imanie	**24 472 728**	**24 571 134**	**23 914 334**	**24 932 757**	**24 717 431**
Základné imanie	9 844 450	9 844 450	9 844 450	9 844 450	9 844 450
Ostatné kapitálové fondy	730 775	730 775	730 775	730 775	730 775
Zákonné rezervné fondy	2 662 110	2 662 110	2 662 110	2 662 110	2 662 110
Ostatné fondy zo zisku	125 417	297 047	514 051	389 185	342 377
Oceňovacie rozdiely z precenenia súčet	-12 468	-13 024	-11 721	-11 718	-8 765
Výsledok hospodárenia minulých rokov	9 069 634	9 069 634	9 069 634	9 069 634	9 669 634
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení /+-/	2 052 810	1 980 142	1 105 035	2 248 321	1 476 850
Záväzky	**3 406 557**	**4 585 891**	**3 819 659**	**4 465 036**	**4 019 351**
Dlhodobé záväzky	1 063 075	1 178 351	1 129 483	1 098 845	1 042 587
Dlhodobé rezervy	3 305	22 891	50 785	41 810	14 261
Dlhodobé bankové úvery	0	0	0	0	0
Krátkodobé záväzky súčet	2 175 897	3 187 047	2 298 917	3 062 428	2 708 187
Záväzky z obchodného styku	1 129 458	942 776	1 209 002	1 775 643	1 586 832
Ostatné záväzky v rámci podielovej účasti	0	1 250 000	0	0	0
Záväzky voči zamestnancom	1 677	1 793	1 778	2 544	2 235
Záväzky zo sociálneho poistenia	198 950	168 145	179 734	191 035	268 340
Daňové záväzky a dotácie	421 582	456 744	512 639	638 498	412 954
Iné záväzky	424 230	367 589	395 764	454 708	437 826
Krátkodobé rezervy	164 280	197 602	340 474	261 953	254 316
Bežné bankové úvery	0	0	0	0	0
Časové rozlíšenie súčet	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Príloha 5 - Historický výkaz ziskov a strát

VZaS	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby spolu	**25 660 293**	**24 958 082**	**24 642 656**	**25 339 958**	**25 935 544**
Zmeny stavu vnútroorganizačných zásob (+/-)	429 339	94 856	228 123	52 729	677 706
Aktivácia	20 166	87 424	45 738	109 865	143 047
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	36 809	82 585	15 409	99 207	26 356
Ostatné výnosy z hospodárskej činnosti	25 187	20 771	22 973	93 764	27 813
Náklady na hospodársku činnosť spolu	**23 424 587**	**22 538 067**	**23 471 006**	**22 802 322**	**24 896 849**
Náklady vynaložené na obstaranie predaného tovaru	1 016 134	1 005 130	1 236 601	1 031 105	967 301
Spotreba materiálu, energie a ostatných dodávok	12 206 474	11 149 221	11 923 838	11 490 929	12 930 691
Opravné položky k zásobám a pohľadávkam	-9 521	-4 196	37 467	-18 113	242 626
Služby	4 740 358	4 605 561	4 767 439	4 445 015	4 569 977
Osobné náklady	3 934 363	3 945 191	4 016 597	4 403 170	4 902 688
Dane a poplatky	39 189	36 813	34 771	38 190	35 924
Odpisy a opravné položky k dlhodobému majetku	1 225 617	1 363 865	1 338 787	1 224 469	1 129 507
Zostatková cena predaného dlhodobého majetku a predaného materiálu	7 400	125 890	10 220	51 644	8 932
Ostatné náklady na hospodársku činnosť	264 573	310 592	105 286	135 913	109 203
Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti (+/-)	**2 747 207**	**2 705 651**	**1 483 893**	**2 893 201**	**1 913 617**
Pridaná hodnota	**8 156 353**	**8 384 646**	**6 951 172**	**8 553 616**	**8 045 702**
Výnosy z finančnej činnosti spolu	31 070	23 079	43 393	29 002	38 043
Výnosové úroky	23 868	21 000	13 796	12 369	7 636
Kurzové zisky	7 202	2 079	29 597	16 633	30 407
Náklady na finančnú činnosť spolu	107 701	87 806	137 291	59 870	68408
Nákladové úroky	0	40 368	21 459	0	0
Kurzové straty	102 039	43 293	110 667	54 390	62 098
Ostatné náklady na finančnú činnosť	5 662	4 145	5 165	5 480	6 310
Výsledok hospodárenia z finančnej činnosti (+/-)	-76 631	-64 727	-93 898	-30 868	-30 365
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie pred zdanením (+/-)	**2 670 576**	**2 640 924**	**1 389 995**	**2 862 333**	**1 883 252**
Daň z príjmov	617 766	660 782	284 960	614 012	406 402
Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení (+/-)	**2 052 810**	**1 980 142**	**1 105 035**	**2 248 321**	**1 476 850**

Zdroj: MF SR (2018): Účtovné závierky BOP (2013 - 2017), vlastné spracovanie

Skupina porovnávaných spoločností krajín V4 pre účel plánu dlhodobého majetku

V prílohe č.6 sú výsledné hodnoty dané ako pomer vybranej veličiny (celkový dlhodobý majetek, hmotný majetok, nehmotný majetok) k celkovým aktívam očisteným o peňažné prostriedky z roku 2017.

Príloha 6 - Skupina porovnávaných společnosti (NACE 1083) pre účel plánu dlhodobého majetku

2017	Dlhodobý majetok	Hmotný majetok	Nehmotný majetok
Average	**43%**	**39%**	**1%**
MIN	**18%**	**18%**	**0%**
MAX	**84%**	**65%**	**7%**
R. TWINING AND COMPANY SP. Z O.O.	72%	40%	5%
MOKATE SP. Z O.O.	61%	54%	3%
MOKATE S.A.	59%	52%	7%
AG FOODS GROUP, A.S.	62%	48%	0%
MULTEAFIL SP. Z O.O.	36%	35%	0%
BASTEK COFFEE & TEA S.J.	34%	34%	0%
KAVOVINY, A.S.	64%	62%	0%
MEDIATE, S.R.O.	65%	65%	0%
MOCCA, S.R.O.	39%	39%	0%
VALDEMAR GRESIK - NATURA S. R. O.	47%	46%	0%
PRZEDSIĘBIORSTWO PRODUKCYJNO-	41%	40%	1%
CATUS, S.R.O.	59%	43%	0%
LEROS, S.R.O.	30%	29%	0%
CALENDULA, A.S.	30%	29%	0%
EXTRAVIT, S.R.O.	29%	29%	0%
FYTOPHARMA, A.S.	51%	26%	0%
KLEMBER A SPOL, S.R.O.	51%	51%	0%
M - CENTRUM, A.S.	51%	49%	2%
EKO FOLWARK S.A.	84%	47%	0%
JULIUS MEINL POLSKA SP. Z O.O.	55%	51%	0%
AGROKARPATY, S.R.O. PLAVNICA	54%	54%	0%
BALÍRNY PRAHA - HOLEŠOVICE, S.R.O.	30%	30%	0%
AROMA SP. Z O.O. SP.K.	37%	37%	0%
AMBER SPARK S.A.	26%	23%	3%
HERBEX, S.R.O.	23%	23%	0%
SIDO SIDOREK, WRÓBLEWSKI S.J.	34%	34%	0%
COFFEE SOURCE, S.R.O.	39%	39%	0%
CELMAR COFFEE PADS SP. Z O.O.	19%	19%	0%
PRZEDSIĘBIORSTWO HANDLOWO-	18%	18%	0%
PRZEDSIĘBIORSTWO PRODUKCYJNO HANDL	25%	25%	0%
MERCH, S.R.O.	65%	65%	0%
A MANO, S.R.O.	22%	22%	0%
BARZZUZ, S.R.O.	21%	21%	0%
HERBATREND, S.R.O.	43%	43%	0%
KALEO FINANCE SP. Z O.O.	23%	23%	0%
COFFEE PARTNERS, S.R.O.	54%	54%	0%
CAFFE 4U, S.R.O.	50%	50%	0%
KLIMATIC, S.R.O.	33%	33%	0%
GURMANI, S.R.O.	50%	50%	0%
KAVY SVETA, S.R.O.	27%	27%	0%

Zdroj: Databáza Amadeus (2018), vlastné spracovanie

Dáta o tržbách a objeme predaja z databázy Statista

Príloha 7 - Tržby a objem predaja na trhu s kávou

Káva	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby mEUR	206,5	224,9	239,2	248	254,3	249,5	269	259,2	271,8	282,6	293,5	304,9	316,5	328,1
Objem predaja mKG	19,08	19,29	19,69	20,05	20,62	21,11	21,61	21,94	22,36	22,79	23,26	23,75	24,26	24,75

Zdroj: Statista (2018a), vlastné spracovanie

Príloha 8 - Tržby a objem predaja na trhu s čajom

Čaj	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržby mEUR	10,8	12,3	13,7	15	16,8	18,1	19	19,9	20,2	20,8	21,4	22	22,6	23,4
Objem predaja mKG	0,76	0,82	0,88	0,93	0,99	1,04	1,07	1,11	1,13	1,16	1,19	1,22	1,25	1,28

Zdroj: Statista (2018b), vlastné spracovanie