

Financial statements as a basis for enterprise value.

Ladislav Kareš¹

¹University of Economics in Bratislava
Faculty of Economic Informatics, Department of Accounting and Auditing
Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava, Slovakia
E-mail: ladislav.kares@euba.sk

Abstract: *The paper deals with the determination of the value of the company and the possibilities of its display using the data provided by the financial statements. The content is focused on the possibilities of calculation according to various mathematical-statistical methods, respectively. using different criteria to determine the value of a business. Based on a variety of criteria, it is possible to model the value of a business so that users of financial statement information can identify key information for them and have the ability to analyze the factors that most influence their requirements in terms of strategic decision making. Knowing the value of a business and its development can be seen as a key indicator of the effectiveness of its management and has an irreplaceable role for business managers.*

Keywords: *financial statements, enterprise value*

JEL codes: M4, M41

1 Súčasný stav - úvod do problematiky

Príspevok sa zaoberá stanovením hodnoty podniku a možnosťami jej zobrazenia pomocou údajov, ktoré poskytuje účtovná závierka. Obsahovo je zameraný na možnosti výpočtu podľa rôznych matematicko-štatistických metód resp. použitia rôznych kritérií pre stanovenie hodnoty podniku. Na základe rôznorodých kritérií je možné modelovať hodnotu podniku tak, aby používatelia informácií z účtovnej závierky vedeli identifikovať pre nich kľúčové informácie a mali možnosť analyzovať faktory, ktoré najviac ovplyvňujú ich požiadavky z hľadiska ich strategického rozhodovania. (Juhászová, Markovič, Mokošová, 2014). Poznať hodnotu podniku a jej vývoj možno považovať za kľúčový ukazovateľ efektívnosti jeho riadenia a pre manažérov podniku má nezastupiteľnú úlohu.

2 Metodológia a zdrojové údaje

Príklad reportu, ktorý je vhodný pre riadenie podniku a vyjadruje jej vývoj v čase, je uvedený v tabuľke 1 resp. v tabuľke 2. V tomto reporte je zobrazený model výpočtu hodnoty podniku v jednotlivých časových obdobiach. Obdobie, za ktoré je vhodné vyhodnotiť hodnotu podniku je 1 rok.

Tabuľka 1 Databáza pre výpočet (údaje z účtovných závierok)

Položka	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Výnosy	9 038 199 €	9 346 895 €	9 098 707 €	10 193 054 €	11 028 585 €	10 253 832 €
Náklady	8 981 292 €	8 850 806 €	8 997 692 €	9 766 157 €	10 246 288 €	9 505 612 €
EBIT	56 907 €	496 089 €	101 015 €	426 897 €	782 297 €	748 220 €
EBIT po zdanení	46 095 €	401 832 €	81 822 €	345 786 €	602 368 €	583 612 €
Odpisy	236 022 €	207 931 €	178 032 €	170 334 €	155 174 €	181 777 €
Kapitál	2 416 490 €	2 763 748 €	2 584 232 €	2 971 971 €	3 216 567 €	3 109 504 €
Hodnota vlastného imania	1 361 189 €	1 725 336 €	102 684 €	384 855 €	667 300 €	617 639 €
Hodnota cudzích zdrojov	1 055 301 €	1 038 412 €	2 481 548 €	2 587 116 €	2 549 267 €	2 491 865 €

Voľný cash flow	282 117 €	609 763 €	259 854 €	516 120 €	757 542 €	765 389 €
Diskontovaný cash flow	268 683 €	553 072 €	224 472 €	424 613 €	593 554 €	571 145 €
Výnosy	9 038 199 €	9 346 895 €	9 098 707 €	10 193 054 €	11 028 585 €	10 253 832 €
Náklady	8 981 292 €	8 850 806 €	8 997 692 €	9 766 157 €	10 246 288 €	9 505 612 €

Zdroj: vlastné spracovanie

Tabuľka 2 Model výpočtu hodnoty podniku

Metóda výpočtu	Hodnota podniku	Hodnota vlastného imania
Diskont free cash flow	15 129 354 €	3 138 695 €
Economic Value Aded	7 837 825 €	1 626 013 €
DFCF zjednodušený prepočet	11 898 868 €	2 468 506 €
Free cash flow s entity	21 266 505 €	4 411 890 €
Podnikateľská hodnota na báze zisku	11 077 711 €	2 298 151 €
Podnikateľská hodnota zisk + odpisy	12 696 406 €	2 633 961 €
Podnikateľská hodnota z cash flow	15 260 290 €	3 165 857 €
Podnikateľská hodnota z odčerpateľných zdrojov	2 064 397 €	428 274 €
Kombinovaná metóda	8 465 100 €	1 756 146 €
<i>Priemerná hodnota</i>	<i>11 744 051 €</i>	<i>2 436 388 €</i>
<i>Minimálna</i> hodnota firmy	<i>2 064 397 €</i>	<i>428 274 €</i>
<i>Maximálna</i> hodnota firmy	<i>21 266 505 €</i>	<i>4 411 890 €</i>

Zdroj: vlastné spracovanie

Z tabuľky 1 a z tabuľky 2 je zrejmé, že hodnota podniku vypočítaná podľa rôznych metód výpočtu sa líši. Z praktického hľadiska je vhodné rozhodnúť sa pre jednu z nich a tú využívať pri manažérskom rozhodovaní. Ako za najvhodnejšiu metódu pre potreby efektívneho riadenia podniku možno považovať metódu výpočtu hodnoty podniku formou diskontovaného voľného cash flow. Táto metóda je zároveň v manažérskom rozhodovaní najpoužívanejšia. Jedným zo základných cieľov každého podniku je znižovať náklady. Znižovanie nákladov je často prvou reakciou podniku na nepriaznivú finančnú situáciu, čo nemusí priniesť podniku lepší výsledok. Myslíme si, že je lepšie poznať, na aký účel sú dané náklady (hlavne náklady na hospodársku činnosť) vynaložené – či sú vynaložené za účelom odstraňovania nedostatkov alebo sú perspektívnou investíciou do budúcnosti. Jedným z nástrojov proaktívneho riadenia nákladov je controlling kvality realizovaný pomocou tzv. PAF modelu nákladov na kvalitu. (Vrábliková, 2018).

3 Výsledky a diskusia

Systémový prístup k meraniu výkonnosti podniku - pri meraní výkonnosti podniku sa oplatí myslieť systémovo a systematicky. Preto za najdokonalejší prístup k meraniu výkonnosti podniku považujeme metodiku Balanced Scorecard (BSC), pretože zohľadňuje nielen finančnú perspektívu, ale aj zákaznícku, interných procesov a učenia sa a tiež perspektívu ďalšieho rastu. Ukazovatele BSC musia byť vzájomne prepojené a nadväzujúce na strategický cieľ.

Synergický efekt metód Six Sigma, Balanced Scorecard a EFQM

Metódy Six Sigma, Balanced Scorecard a Model excelentnosti EFQM zohrávajú v dnešnom riadení podniku veľmi významnú úlohu. Spojenie týchto troch koncepcií riadenia môže priniesť veľmi efektívny štýl riadenia podnikov, ktorý môže dlhodobo ovplyvniť ich úspešnosť. Súčasná prax poukazuje na to že je veľmi dobré tieto tri koncepty navzájom

kombinovať (Töpfer, 2001). Všetky tri spomenuté metódy sú známymi metódami riadenia, ktoré podporujú cestu k Business Intelligence a vznikali a rozvíjali sa zo začiatku 21. storočia. V súčasnosti sú už vo väčšej miere implementované v podnikovej praxi, ale len vo významnejších podnikoch. V analyzovanom kontexte ich vzájomného prepojenia sú použité veľmi ojedinele. Metóda Six Sigma má pozitívny vplyv na kvalitu, čas a náklady a v spojení s inováciami a znalosťami prináša vysokú efektívnosť do procesu riadenia. Prvoradá je tu vysoká spokojnosť zákazníka spoločne so zabezpečením ziskovosti podniku. Uvedenou problematikou sa zaoberá vo svojom článku aj autorky Pakšiová Renáta a Kubaščíková Zuzana. (PAKŠIOVÁ, Renáta, KUBAŠČÍKOVÁ, Zuzana 2014). Cieľom je naplniť kritické faktory úspešnosti (Critical to Quality Characteristics - CTQ) ako dôležité požiadavky zákazníkov. (Töpfer, 2008). Znamená to zvyšovanie hodnôt u dôležitých procesov, ich optimalizáciu, rast produktivity. Dosiahnutá kvalita zvyšuje úžitok a hodnotu pre zákazníkov a vedie k úspore nákladov a zvyšovaniu tržieb v dlhodobom meradle.

Balance Scorecard zase zosilňuje zameranie sa na hnacie mechanizmy v kontexte hodnôt. V popredí stojí vízia podniku, ale tiež realizácia podnikovej stratégie, ktorá poskytuje strategický základ pre prioritizáciu nevyhnutných opatrení a pridelovanie zdrojov. Umožňuje konkrétne meranie výkonu, ktoré je základom pre sústavné zvyšovanie hodnoty podniku a rast produktivity. Pomocou jasných cieľov a míľnikov dochádza k realizácii požadovanej úrovne hnacích mechanizmov hodnôt. Pozornosť sa sústreďuje na tesný vzťah stratégie a kvalitnej vízie z pohľadu zákazníka v interaktivite neustáleho zlepšovania sa na základe jasne definovaných merných veličín a riadiacich kritérií. Snaha smeruje ku komplexnému zlepšeniu úžitkov pre zákazníkov aj pre podnik.

Model EFQM sa sústreďuje na hodnotenie výkonu v porovnaní s ideálnym podnikom. Jasná diferenciácia a štandardizovaný zoznam kritérií dáva ucelený pohľad na podnik a umožňuje komplexne porozumieť silným aj slabým stránkam podniku. Východisko modelu EFQM sú prvky vedenia politika a stratégia. Svoj odraz majú v použití metódy BSC v stratégií a podnikovej filozofii, inovačných zlepšeniach, ako predpokladu pre obsahové prepojenie a dôsledne riadenie štyroch perspektív.

Model EFQM predstavuje tzv. základňu pre riadenie a umožňuje benchmarking. Zameriava sa na zákazníkov, procesy a výsledky. V EFQM môžeme využiť aj zrovnanie s ideálnym podnikom. BSC pôsobí na zvyšovanie kvality riadenia prostredníctvom vízie, stratégie a výkonových metrík. Six Sigma napomáha zvyšovať výkon organizácie a tým aj hodnotu podniku. Pôsobí na riadenie kvality a rast a na zvyšovanie produktivity. (Gallo, 2018)

Tu si môžeme postaviť *hypotézu* – „môže účtovná závierka zostavená podľa súčasne platnej legislatívy v oblasti účtovníctva naozaj poskytovať verný a pravdivý obraz o skutočnostiach, ktoré sú predmetom účtovníctva, a o finančnej situácii účtovnej jednotky?“. Pokúsime sa odpovedať na túto hypotézu vymedzením niekoľkých v praxi (ale aj v teórii) používaných ekonomických ukazovateľov resp. ekonomických kritérií, ktoré vymedzujú resp. posudzujú účtovnú jednotku a jej finančnú pozíciu a ekonomické zdravie (predovšetkým prostredníctvom ukazovateľov získaných primárne z účtovných závierok účtovných jednotiek).

Výpočet hodnoty účtovnej jednotky

Výpočet hodnoty účtovnej jednotky je dôležitý pre jeho riadenie. Stanovenie hodnoty je preto potrebné dôsledne analyzovať a skúmať s rôznych pohľadov a rôznych metód.

Diskont free cash flow - využíva k stanoveniu hodnoty podniku EBIT, ktorý sa zdaňuje a na základe neho sa počíta voľný cash flow, ktorý sa následne diskontuje. Následne sa počíta čistá súčasná hodnota NPV. Diskontnú sadzbu počíta ako náklady na kapitál WACC. Na základe vstupných údajov sa počíta vecná renta na základe ktorej sa stanoví hodnota podniku.

Economic Value Added - využíva k stanoveniu hodnoty podniku výsledok z hospodárskej činnosti. Využíva priemernú mieru nákladov na kapitál. Pri tejto metóde používame hodnotu 5%. Rovnakou sadzbou dosiahneme porovnatelnosť údajov v rámci účtovnej jednotky i medzi účtovnými jednotkami. Na základe nej počítame náklady na kapitál, ktoré odpočítavame od výsledku z hospodárskej činnosti. Pri výpočtoch odporúčame použiť ako hospodársky výsledok EBIT.

Free cash flow s entity - využíva pri výpočtoch EBIT, odpisy, rezervy a opravné položky. Pri spresnenom výpočte je možné použiť aj investície do rastu zásob, nedokončenej výroby a nehmotného a hmotného majetku. Na základe týchto údajov sa počíta voľný cash flow. Na ich základe sa vypočítajú odčerpateľné zdroje, urobí sa vecná renta a následne sa vypočíta hodnota podniku.

DFCF - zjednodušený prepočet - uvažuje s cash flow, diskontnou sadzbou a rastom cash flow.

Podnikateľská hodnota na báze zisku - využíva pri výpočtoch EBIT po zdanení odpisy a investície. Pri výpočtoch sa využije zisk a na jeho základe sa stanoví hodnota podniku.

Podnikateľská hodnota zisk + odpisy - využíva pri výpočtoch EBIT po zdanení odpisy a investície. Pri výpočtoch sa využije zisk a odpisy a na základe nich sa stanoví hodnota podniku.

Podnikateľská hodnota z cash flow - využíva pri výpočtoch EBIT po zdanení odpisy a investície. Vypočíta sa cash flow a na základe neho sa stanoví hodnota podniku.

Podnikateľská hodnota z odčerpateľných zdrojov - využíva pri výpočtoch EBIT, odpisy, rezervy a opravné položky. Pri spresnenom výpočte je možné použiť aj investície do rastu zásob, nedokončenej výroby a nehmotného a hmotného majetku. Na základe týchto údajov sa počíta voľný cash flow. Na ich základe sa vypočítajú odčerpateľné zdroje, urobí sa vecná renta a následne sa vypočíta hodnota podniku.

Kombinovaná metóda - využíva hodnotu podniku stanovenú podnikateľskou a majetkovou metódou. Využíva korigujúce hodnoty a to pre podnikateľskú a majetkovú hodnotu firmy a pre hodnotu akcie. Následne počíta hodnotu burzovým prístupom, podnikateľskou metódou a majetkovou metódou a na základe nich stanovuje hodnotu kombinovanú.

Záver

V závere je potrebné v stručnosti zhrnúť dosiahnuté výsledky vo vzťahu k stanoveným cieľom. Zisk možno považovať za najdôležitejší ukazovateľ firmy. Z toho dôvodu je monitoring jeho vývoja pre manažérsku prácu veľmi dôležitý. Je však potrebné rozlišovať zisk EBITDA, EBIT, NOPAT, operačný zisk a pod. Podrobnejšie údaje nájdeme v článku (Pakšiová, Kubaščíková, Kršeková, 2015). V manažérskom dasboarde sú uvedené všetky dôležité parametre firmy z tejto oblasti. Ich monitoring je veľmi jednoduchý. Vyhľadáme si firmu v registri podľa IČO alebo SK-NACE a dáme si zobrazit' účtovnú závierku. Zobrazíme si potom stav firmy v oblasti ziskovosti podľa predchádzajúcich krokov. V predchádzajúcich tabuľkách vidíme, že ziskovosť firmy klesá a súvisí s poklesom tržieb. Pokles ziskovosti má ale menší sklon z čoho sa dá predikovať, že firma nepracuje s vysokými fixnými nákladmi. V budúcnosti môže mať problémy a pri obchodovaní s ňou je potrebné zvýšiť opatrnosť. Manažment by mal začať urýchlene pracovať na novom portfóliu produktov a nepriaznivý stav odstrániť. Príčinou znižovania ziskovosti okrem tržieb sú aj odpisy. Tento vplyv ale nie je veľký, lebo rentabilita cash flow klesá a je pod 10%. Firma by mala naštartovať inovačné procesy a zmeniť trend vývoja rentability cash flow. Optimum je 20-30%. Zároveň vidíme aj nárast nákladov na kapitál, čo pri nepriaznivom vývoji EBIT spôsobuje zhoršovanie ukazovateľa EVA. Ukazovatele ROS a ROA sú ešte relatívne v poriadku. Narastá ale mzdová náročnosť a znižuje sa prevádzková páka. Firma by sa mala začať zaoberať týmito problémami, aby si do budúcnosti zaručila úspešnosť a znížila riziká podnikania. V tomto kontexte nemôžeme zabúdať aj na problematiku transferového oceňovania. Správne ocenenie je premisou pre všetky nami uvádzané ukazovatele. (Ondrušová, 2015). Na základe správnosti ocenenia všetkých položiek, ktoré vykazujeme v účtovných závierkach je možné konštatovať, že rozhodnutia používateľov informácií z týchto závierok môžu byť relevantné resp. správne. Táto časť našej úvahy je podrobnejšie spracovaná v článku (Ondrušová, 2016).

Literárne zdroje a iné odkazy

GALLO, P. (2018) Balanced Scorecard, EFQM a Six Sigma modernom riadení podniku Fakulta manažmentu PU v Prešove, 2018. Zdroj: <http://www.dominanta.sk>

JUHÁSZOVÁ, Z., MARKOVIČ, P., MOKOŠOVÁ, D. (2014). Fair value and its importance for financial decision-making. - Registrovaný: Web of Science. In IFRS: global rules & local use. International scientific conference. *IFRS: global rules & local use : proceedings of the 2nd International scientific conference, Prague, october 10, 2014.* - Prague : Anglo-American University, 2014. ISBN 978-80-87658-12-3, p. 64-69 CD-ROM. VEGA 1/0008/14.

ONDRUŠOVÁ, L. (2015). Transfer pricing in Slovak Republic. - Registrovaný: Web of Science. In Financial management of firms and financial institutions. International scientific conference. *Financial management of firms and financial institutions : proceedings : 10th international scientific conference : 7th - 8th september 2015, Ostrava, Czech Republic.* - Ostrava : VŠB - Technical university of Ostrava, 2015. ISBN 978-80-248-3865-6. ISSN 2336-162X, s. 899-904 CD-ROM. VEGA 1/0486/14.

ONDRUŠOVÁ, Lucia. (2016). Management decisions in transfer pricing. - Registrovaný: Web of Science. In *Strategic Management : international Journal of Strategic Management and Decision Support Systems in Strategic Management.* - Subotica : Faculty of Economics in Subotica University of Novi Sad, 2016. ISSN 2334-6191, 2016, vol. 21, no. 1, pp. 3-7. VEGA 1/0486/14.

PAKŠIOVÁ, R., - KUBAŠČÍKOVÁ, Z. (2014). Risks of company's non-realised profits distribution. - Registrovaný: Web of Science. In Managing and modelling of financial risks. International scientific conference. *Managing and modelling of financial risks : proceedings : 7th international scientific conference : 8th - 9th september 2014, Ostrava, Czech Republic.* - Ostrava : VŠB - Technical University of Ostrava, 2014. ISBN 978-80-248-3631-7, p. 598-605.

PAKŠIOVÁ, R., KUBAŠČÍKOVÁ, Z., KRŠEKOVÁ, M. (2015). Valuation of all fungible items' assets reduction and its influence on measuring companys' performance. - Registrovaný: Web of Science. In Financial management of firms and financial institutions. International scientific conference. *Financial management of firms and financial institutions : proceedings : 10th international scientific conference : 7th - 8th september 2015, Ostrava, Czech Republic.* - Ostrava : VŠB - Technical university of Ostrava, 2015. ISBN 978-80-248-3865-6. ISSN 2336-162X, s. 921-928 CD-ROM. VEGA 1/0069/13.

TOPFER, A. a kol. (2008). Six Sigma. Koncepcia a príklady pre riadenie chýb. Brno: Computer Press, s. 508. ISBN 978-80-251-1766-8

TOPFER, A. (2001) Harmonisch im Dreiklang: Six Sigma, Balanced Scorecard und EFQM-Modell im Wirkungsverbund, v : QZ, Jg. 46, 2001 s. 1023-1027.

VRÁBLIKOVÁ, M. (2018) Moderný manažment a príklady jeho využitia v praxi. Fakulta manažmentu Prešovskej univerzity v Prešove Zdroj: <http://www.dominanta.sk>