



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUT OF ECONOMICS

URČENÍ HODNOTY PODNIKU ENVIRONCHEM COMPANY VALUE ESTIMATING

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

BC. MÁRIA SVITAŇOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE

DOC. ING. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSC.

SUPERVISOR

BRNO 2011

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Svitaňová Mária, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Určení hodnoty podniku Environchem

v anglickém jazyce:

Company Value Estimating

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Vymezení problému a cíle práce
Teoretická východiska práce
Analýza problému a současné situace
Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E. a kol. Manažerské finance. 2. vydání. Praha: C. H. Beck. 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: Proces ocenění základní metody a postupy. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2010/2011.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 17.05.2011

Anotácia

Táto diplomová práca je zameraná na určenie hodnoty podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. na základe výnosovej metódy. Prvá časť sa venuje teoretickým koncepciám a metódam ohodnocovania. Druhá časť obsahuje strategickú analýzu, finančnú analýzu, SWOT analýzu, finančný plán a výnosovú metódu diskontovaných peňažných tokov. Záverom je výrok o hodnote podniku k 31.4.2011.

Annotation

This thesis contains business valuation of company CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. based on income approach. The first part discusses theoretical concepts and methods of valuation. The second part includes strategic, financial and SWOT analysis, financial plan and income based discounted cash flow valuation. In conclusion, the valuation statement as at 31.4.2011 is reported.

Kľúčové slová

Objektívizovaná hodnota podniku, výnosová metóda stanovenia hodnoty, metóda diskontovaných peňažných tokov, priemerné vážené náklady kapitálu, strategická analýza, finančná analýza, SWOT analýza, finančný plán.

Key words

Objectified company value, income approach to business valuation, discounted cash flow method, weighted average cost of capital, strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, financial plan.

Bibliografická citácia práce

SVITAŇOVÁ, M. *Určení hodnoty podniku Environchem*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2011. 107 s. Vedúci diplomovej práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc..

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že predložená diplomová práca je pôvodná a spracovala som ju samostatne. Prehlasujem, že citácia uvedených prameňov je úplná, že som vo svojej práci neporušila autorské práva (v zmysle Zákona č. 121/2000 Zb., o autorskom práve a o právach súvisiacich s právom autorským).

V Brne dňa 31. mája 2011

.....
Bc. Mária Svitaňová

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa rada pod'akovala doc. Ing. Márii Režňákovej, CSc. za cennú pomoc a rady pri vypracovávaní mojej diplomovej práce a ekonomickému vedeniu podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. za ochotu a poskytnuté informácie. Taktiež mojej rodine za neustálu podporu počas celého štúdia.

Obsah

Úvod.....	10
Ciele práce, metódy a postupy spracovania.....	11
1 Teoretické východiská práce.....	13
1.1 Podnik	13
1.2 Hodnota a cena	13
1.3 Ohodnocovanie	14
1.3.1 Objektívna koncepcia	15
1.3.2 Subjektívna koncepcia	15
1.3.3 Trhová koncepcia.....	16
1.3.4 Funkcionálna koncepcia.....	17
1.3.5 Štandardizácia procesu ohodnocovania	19
1.3.6 Metódy stanovenia hodnoty podľa IVS	19
1.3.7 Kategórie hodnoty podľa subjektu ohodnocovania.....	22
1.4 Strategická analýza	23
1.4.1 Analýza vonkajšieho trhu	23
1.4.2 Analýza konkurenčných síl a vnútorného potenciálu podniku	26
1.4.3 Prognóza tržieb.....	27
1.5 Finančná analýza.....	28
1.5.1 Analýza finančného zdravia podniku.....	29
1.5.2 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné.....	32
1.5.3 Analýza a prognóza generátorov hodnoty.....	32
1.6 Zostavenie finančného plánu	35
1.7 Výnosová metóda diskontovaných peňažných tokov.....	37
1.8 Výpočet diskontnej miery pre metódu DCF entity	42
2 Charakteristika podniku.....	47
3 Strategická analýza	51
3.1 Analýza makroprostredia	51
3.1.1 Legislatívne vplyvy	51
3.1.2 Politické vplyvy	53
3.1.3 Ekonomické vplyvy.....	55
3.1.4 Technologické vplyvy.....	59
3.2 Analýza mikroprostredia	59
3.2.1 Skupina CHEMOSVIT, a.s.	59
3.2.2 Chemický priemysel v SR.....	61
3.3 Analýza konkurenčných síl	65
3.3.1 Potenciálna konkurencia.....	65
3.3.2 Hrozba vstupu nových konkurentov.....	66
3.3.3 Vyjednávací sila kupujúcich	67
3.3.4 Vyjednávací sila dodávateľov.....	67
3.3.5 Hrozba substitučných výrobkov	67
3.4 Analýza vnútorných zdrojov a schopností podniku	69
3.5 Prognóza tržieb	71
4 Finančná analýza	75
4.1 Analýza základných účtovných výkazov	75
4.1.1 Horizontálna analýza účtovných výkazov.....	75
4.1.2 Vertikálna analýza účtovných výkazov.....	77

4.2 Pomerové ukazovatele.....	79
4.3 Bankrotný model – IN 01	81
4.4 Tokové ukazovatele	81
5 SWOT analýza	82
6 Finančný plán	84
6.1 Plán výkazu ziskov a strát	84
6.2 Plán súvahy.....	85
6.3 Finančná analýza plánovaných výkazov.....	87
7 Návrh ohodnotenia	89
7.1 Výpočet priemerných vážených nákladov kapitálu WACC.....	89
7.1.1 Váhy zložiek kapitálu	90
7.1.2 Náklady cudzieho kapitálu NCK	90
7.1.3 Náklady vlastného kapitálu NVK	90
7.2 Výnosová metóda diskontovaných peňažných tokov.....	93
Záver.....	97
Zoznam použitých zdrojov.....	98
Zoznam tabuliek.....	102
Zoznam grafov	104
Zoznam schém	105
Zoznam symbolov a skratiek	106
Zoznam príloh	107

Úvod

Riadenie hodnoty podniku vytvára predpoklady pre tvorbu hodnoty pre vlastníkov návrhom a aplikáciou „zdravých strategických a prevádzkových plánov“ (Copeland, 1991, s. 75). Na tvorbu plánov je potrebné poznať súčasnú hodnotu podniku, ktorá je výsledkom činností manažmentu, štruktúry kapitálu, konkurenčného tlaku na trhu, a iných faktorov.

Výnosové metódy konštruujú hodnotu podniku na definovaných peňažných tokoch, primeranej diskontnej miere a časových horizontoch.

Určenie hodnoty podniku je proces komplexných analýz náročných na čas, informácie a skúsenosti oceňovateľa. Podľa účelu použitia hodnoty sa volí kategória hodnoty a príslušná metodológia.

Ciele práce, metódy a postupy spracovania

Cieľom práce je na základe výnosovej metódy diskontovaných peňažných tokov určiť hodnotu podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. k 31.04.2011.

Dôvodom ohodnotenia nie sú zmeny vo vlastníctve podniku (v postupoch nie sú zohľadnené ciele protistrany alebo investora), ale potreba poznať hodnotu pre podporu riadenia hodnoty (nem. Steuerungsfunktion).

Pre tieto účely bola určená objektivizovaná hodnota, ktorá vychádza z realistických údajov a oceňovateľom zdôvodnených očakávaní v rámci trhových možností podniku. Zadávateľom ohodnotenia je manažment podniku.

Metodológia výpočtu hodnoty je založená na myšlienke dokonalého hypotetického trhu (trhový koncept), z čoho vyplýva veľa obmedzení a abstrakcií modelu (dokonalá konkurencia, úplné informácie, racionálne rozhodnutia jednotlivca). S vedomím týchto obmedzení, ju však považujeme za vhodnú. Toto ohodnotenie podľa štandardov IVS vyčísluje kategóriu hodnoty inú než trhovú.

Výnosové modely DCF sú štruktúrované podľa špecifických podmienok a časových horizontov a predpokladajú nepretržitú existenciu podniku. Budúce výnosy sú kalkulované v bežných cenách, diskontná miera zahrňuje aj infláciu. Kalkulujeme s daňou z príjmu na úrovni hodnoteného podniku.

Čiastkové ciele práce odrážajú postup výpočtu:

- zostavenie strategickej analýzy za účelom zistenia potenciálu going concern podniku a stanovenia plánu tržieb,
- zostavenie finančnej analýzy pre podporu výsledkov strategickej analýzy a upresnenie majetkovej a kapitálovej štruktúry,
- zostavenie finančného plánu na základe plánu tržieb,
- aplikácia výnosovej metódy DCF entity.

V práci boli využité vedecké metódy:

- komparácia, v kapitole Analýza konkurenčných síl,
- analýza, v kapitolách Strategická analýza a Finančná analýza,
- syntéza, v kapitole SWOT analýza a Záver,
- abstrakcia, v kapitole Finančná analýza a Návrh ohodnotenia,
- analógia, v kapitole Návrh ohodnotenia,

- štatistické metódy (regresia, extrapolácia, korelačná analýza), v kapitole Prognóza tržieb,
- predpoveď, v kapitolách Prognóza tržieb, Finančný plán a Návrh ohodnotenia.

1 Teoretické východiská práce

1.1 Podnik

„Firma nie je len čierna schránka s účelom maximalizovať zisk, ale zložitú sociálno-ekonomické prostredie. Výskum behaviorálnych faktorov na mikroekonomickej úrovni potvrdzuje dôležitosť firemnej kultúry a sociálneho prostredia ako dôležitého zdroja konkurenčnej výhody pre dosiahnutie úspechu“ (Krabec, 2009, s. 77).

„Podnik je pre účely hodnotových analýz nutné chápať ako vec hromadnú, vyznačujúcu sa primárnym goodwillom (zvyšuje hodnotu funkčného celku zarábajúceho svojím vlastníkom peniaze nad realizačnú alebo likvidačnú hodnotu jednotlivých aktív). Teoreticko-ekonomické zdôvodnenie tejto vlastnosti veci hromadnej vychádza z analogickej úvahy v prípade Coaseovej teórie firmy. Táto teória vysvetľujúca dôvod existencie firmy ako súboru základných, účelne kombinovaných výrobných faktorov, je založená na transakčných nákladoch, ktoré sú vďaka úsporám z jednotnej organizácie a riadenia takto znižované oproti iným formám organizácie výrobného a podnikateľského procesu na mikroekonomickej úrovni“ (Krabec, 2009, s. 17).

Obchodný zákonník č. 513/1991 Zb. z. v § 5 definuje podnik pre účely tohto zákona ako „súbor hmotných, ako aj osobných a nehmotných zložiek podnikania. K podniku patria veci, práva a iné majetkové hodnoty, ktoré patria podnikateľovi a slúžia na prevádzkovanie podniku alebo vzhľadom na svoju povahu majú tomuto účelu slúžiť.“

1.2 Hodnota a cena

Pojem hodnota a cena boli dlho v ekonomickej teórii synonymá. Aristoteles rozlíšil pojmy hodnota úžitková a hodnota zámenny, avšak teóriu ceny ešte nedefinoval.

Od polovice 18. storočia teória smeruje k objektivizácii hodnoty na základe nákladov, reálna úžitková hodnota sa vytvára prácou, množstvo práce vynaloženej na výrobu produktu a jeho transport na trh je veličinou, ktorou sme podľa nákladovej teórie hodnoty schopní hodnotovo vyčíslit'. Trhová cena sa v krátkom období pohybuje okolo prirodzenej „objektívnej“ hodnoty statku iba vplyvom dopytu. „Tento myšlienkový smer mal pomerne značný vplyv na praktické oceňovanie aktív. ... Bohužiaľ, množstvo práce obetovanej na výrobu statku či prípravu služby môže byť pre ich trhovú hodnotu

(v zmysle IVS) nedostatočné, ak neexistuje dopyt, ktorého preferencie by statok uspokojoval“ (Krabec, 2009, s. 50).

Od 70. rokov devätnásteho storočia sa predstavuje „protichodná“ marginalistická teória. Krabec uvádza definíciu hodnoty podľa Carla Mengera ako: „dôležitosť, ktorú majú pre nás konkrétne statky, pretože sme si vedomí, že na uspokojenie našich potrieb s nimi musíme mať možnosť disponovať. ... Hodnota akejkoľvek komodity môže byť vyjadrená inou komoditou rovnakej hodnoty“ (tamtiež, s. 51). Pracuje tu teda s ordinálnymi mierami a hodnotený statok zaraďuje do relatívnej úžitkovej škály, nevyčísľuje však absolútnu hodnotu.

V neoklasickej ekonomickej teórii je možné chápať pojmy cena a hodnota ako synonymá. Alfred Marshall nahradil pojem hodnota rovnovážnou trhovou cenou, ktorá je určená až aktívnou interakciou dopytu a ponuky, a teda sa nedá určiť mimo priebehu transakcie.

V súčasnosti v disciplíne praktického ohodnocovania je pojem cena chápaný ako výsledok ponuky a dopytu súťažného trhu, vyznačuje sa špecifickými vlastnosťami a môže slúžiť ako východisko pre odhad trhovej hodnoty podľa IVS. Pojem hodnota sa spája s konkrétnou kategóriou hodnoty a ak účel ohodnotenia nesúvisí so zmenou vlastníckych práv, nemal by sa stotožňovať s cenou.

1.3 Ohodnocovanie

Určovanie hodnoty zahŕňa interdisciplinárnu analýzu predmetu hodnotenia, ktorú vykonáva k tomu oprávnený oceňovateľ. Staví na poznatkoch ekonomickej teórie, teórie a praxe podnikových financií a na oceňovacích štandardoch. Výsledkom je odhad určitej kategórie hodnoty vyjadrenej intervalom alebo jednou hodnotou, ktorá je platná pre konkrétny účel, pre ktorý sa ohodnotenie spracováva (Krabec, 2009, s.16). Subjektami ohodnotenia rozumieme osoby, ktoré majú záujem o ohodnotenie podniku. Ak je zadávateľom tretia strana, napríklad súd alebo štátny orgán, alebo ak ho vykonáva neutrálny znalec, hovoríme o externom oceňovateľovi. Likvidný trh s kontinuálnou kotáciou rovnovážnej ceny aktíva štandardizovaného množstva a kvality nevyžaduje účasť oceňovateľa. V prípadoch, keď z likvidných trhov nie je možné cenu vyčítať kvôli diverzifikovaným vlastnostiam aktív, alebo ak likvidný trh kontinuálne neexistuje, je potrebný odborný úsudok oceňovateľa pri odhade zvolenej kategórie hodnoty.

Terminológiu ohodnocovania ovplyvňuje ekonomická a finančná teória len minimálne. Dôležitý vplyv majú miestne platné zákony a terminológia v nich obsiahnutá, odborná literatúra a preklady zahraničných štandardov, ktoré sú však často nepresné.

Podľa Krabca sú vo svetovej praxi dve roviny terminológie:

- *oceňovanie* (z nem. Preisfindung, z angl. appraisal) - oceňovateľ určitým spôsobom stanovuje cenu platnú pre daňovú reguláciu,
- *ohodnotenie* (z nem. Bewertung, z angl. valuation) - oceňovateľ stanovuje hodnotu vo výške očakávateľnej ceny transakcie vychádzajúcej z podmienok zadania alebo zisťuje kategóriu hodnoty objektu, ktorá so zmenou vlastníckych práv nesúvisí (tamtiež, s. 16).

Podľa významov, aké boli pripisované pojmom hodnota a cena dnes rozlišujeme rôzne teoretické myšlienkové smery. Tieto budú charakterizované v nasledujúcich podkapitolách.

1.3.1 Objektívna koncepcia

Tieto koncepcie sa snažili o maximálne odosobnenie a zameriavajú sa na objekt ohodnotenia a vyčíslenie „*prírodzenej ceny*“. Hodnota je teda vlastnosťou statku, nech sa transakcie zúčastňuje ktokoľvek. Matschke objasňuje: „... pojem objektívneho je v bežnej reči spojovaný s vedeckosťou, poctivosťou, určitosťou, overiteľnosťou a všeobecnou platnosťou.“ Bohužiaľ ekonómia nikdy nebola exaktnou vedou stavajúcou na prírodných konštantách so všeobecnou platnosťou (in Krabec, 2009, s. 112). Odosobnenie transakcie od zúčastnených subjektov znižuje relevanciu výpočtu. Objektívna hodnota neexistuje.

1.3.2 Subjektívna koncepcia

Podľa tejto koncepcie má každý podnik v daný okamih práve toľko hodnôt, koľko je zúčastnených subjektov. Zakladá sa na princípe subjektivity, vzťahu k budúcnosti a ohodnocovania podniku ako celku. Každý subjekt má totiž iné preferencie a ciele, finančné možnosti, dôsledky synergií, vyjednávacie schopnosti a možnosti alokácie kapitálu.

Krabec vymenúva subjektívne typy hodnoty:

- *hodnota užitia* (Gebrauchswert, value in use), hodnota zostatkového využitia aktíva,
- *hodnota pre rozhodnutie* (Entscheidungswert), hraničný prijateľný kompromis pre odobrenie transakcie,
- *argumentačná hodnota*, obhajovaná pozícia pri vyjednávaní subjektov,
- *hodnota výmeny* (Tauschwert), výsledok konkrétneho vyjednávania; ak o konflikte rozhodne nezávislá tretia strana, ide o rozhodcovskú, arbitrážnu hodnotu,
- *normovaná hodnota* (Normwert), vytvorená pre subjekt na základe zvolených noriem.

Názor, že hodnota je pre každého rôzna, je blízky realite, však z pozície externého oceňovateľa je nezistiteľná.

1.3.3 Trhová koncepcia

V rámci teórie ohodnocovania hovorí trhová koncepcia o nahradení skutočného trhu (v rámci štandardov IVS je výsledkom iná než trhová kategória hodnoty), ktorý pre hromadné aktíva spravidla kontinuálne neexistuje, hypotetickým neoklasickým dokonalým kapitálovým trhom. „Podnik je redukovaný na aktívum prinášajúce svojmu vlastníkovi peňažné toky pri určitom riziku. ... Bez zjednodušujúcich predpokladov by modelové úvahy boli neuskutočniteľné, a to prevažne pre nemožnosť obstarat' všetky informačné vstupy. Keďže ide o modelové úvahy, ktoré sú do značnej miery odvodené z predpokladov fungovania neoklasického trhu, treba prevziať zodpovednosť za to, že tieto modely dostatočne verne zobrazujú realitu“ (Krabec, 2009, s. 119).

Neoklasické poňatie burzovo organizovaného trhu kapitálu stavia na nižšie zmienených hypotetických väzbách, pričom ale ani na rozvinutých kapitálových trhoch nie je predpoklad o efektívnom fungovaní udržateľný:

- Obchodné aktívum je homogénne, investori sú následne bez preferencií. Ohodnocovaným aktívom sú rozdrobené majetkové podiely, ktoré nedovoľujú svojim vlastníkom výkon ekonomickej moci, cena je teda exogénnou veličinou. Pritom sme si vedomí, že hodnota podniku, alebo jeho časti nie je identická s trhovou kapitalizáciou majetkových podielov.

- Trh funguje bez transakčných nákladov a s dokonalým a okamžitým tokom informácií.
- Všetky známe informácie sú zahrnuté v cene práve teraz, v jednom časovom okamihu.
- Investori konajú racionálne.
- Neoklasický spotrebiteľ maximalizuje svoj úžitok meraný peňažným tokom, časom jeho obdržania a rizikovosťou.

Ekonómia a ani ohodnocovanie nie sú exaktnými vedami, v ktorých by bolo možné použiť matematické a fyzikálne metódy a takémuto výsledku prikladať hlavný význam. Neoklasická teória nikdy nebola konštruovaná na popis skutočného sveta. V reálnom svete nie je možné spoliehať sa na dokonalú konkurenciu, úplné informácie a racionalitu jednotlivca (Krabec, 2009, s. 20). Vylučuje evolučný vývoj hospodárstva a tým popiera najdôležitejšiu vlastnosť konkurencie – inovačnú aktivitu. ... Napriek tomu nemôžeme túto teóriu označiť za mylnú, jej poznatky vypovedajú o podmienkach rovnováhy a spôsobe, akým sa do rovnováhy dostáva“ (tamtiež, s. 67-69).

Mařík prízvukuje, že „trhovú hodnotu nie je v bežnom slova zmysle možné vypočítať. Ohodnocovanie je prevažne umením založeným na skúsenostiach. Iba v menšej miere tu hrajú úlohu exaktné postupy“ (in: Krabec, 2009, s. 124).

Oceňovatelia intuitívne a chybné často priradujú výsledok ohodnotenia vychádzajúci z výnosových metód (založený na trhových finančných parametroch) do kategórie trhovej hodnoty (definovaná IVS ako výsledok trhových metód, teda metód porovnateľných transakcií a podnikov). Čím voľnejšie je vymedzenie pojmu, tým širší je interval hodnoty a interpretácií. V takom prípade stráca výpočet relevanciu pre užívateľa a aj oceňovateľ sa vystavuje riziku metodologickej alebo numerickej chyby.

1.3.4 Funkcionálna koncepcia

Funkcionálna koncepcia generalizuje subjektívne teórie hodnoty a dopĺňa ich o princíp závislosti výsledku na účelu hodnotenia. Kombinuje teóriu ohodnocovania podniku s teóriou rozhodovania, bez toho, aby abstrahovala od samotného hodnoteného subjektu. Obchod neprebíha na anonymizovanom trhu podľa štandardizovaných pravidiel. Všetci účastníci trhu majú vlastné preferencie a ciele, na dosiahnutie ktorých

využívajú ekonomickú moc (exkluzívne užívateľské či vlastnícke práva, trhový podiel, obchodné skúsenosti, ...). Metodológia odhadu hodnoty môže byť identická primárne s trhovým konceptom, koncept sa však líši väzbou vypovedacej schopnosti výsledku na účel ocenenia. Táto systematizácia prispieva k lepšej transparentnosti, zjednoteniu výpočtových procesov a interpretovateľnosti výstupov.

Krabec uvádza dôvody ohodnocovania a na nich postavené hlavné a vedľajšie funkcie hodnoty:

- Funkcia pre rozhodnutie v závislosti na možnostiach konkrétneho subjektu. „*Hodnota pre rozhodnutie* vyjadruje, pri rešpektovaní systému cieľov a rozhodovacích možností subjektu, pri akých hraničných podmienkach uskutočnenie určitej transakcie nezmenšuje úroveň naplnenia cieľov, ktoré sú dosiahnuteľné aj bez tejto transakcie“ (Krabec, 2009, s. 144).

Keďže nepoznáme individuálne subjektívne hodnoty pre rozhodnutie zúčastnených strán, nie je možné určiť jednu jednoznačnú hodnotu, naopak funkcionálna koncepcia stavia na zdôraznení významu neistoty budúcich plánov a zobrazení výsledkov vo forme intervalu hodnôt, v ktorom by si subjekty mali zvýšiť svoj subjektívny úžitok.

- Funkcia sprostredkovania. Oceňovateľ je sprostredkovateľ, ktorý vyčíslí *rozhodcovskú hodnotu* kompromisu, ktorej zmyslom je zjednotenie očakávaní trhových strán. Umožňuje konsenzuálne vyriešiť konflikt, v ktorom nie je dominantnejší subjekt. Podmienkou odhadu sú už dostupné hodnoty na rozhodnutie všetkých subjektov.
- Funkcia argumentačná. Oceňovateľ tvorí *argumentačnú hodnotu*, ktorú tvorí okrem ceny aj čo najviac argumentov na zlepšenie vyjednávacej pozície jednej zo strán, aby daný subjekt dosiahol maximálny úžitok z transakcie. Vychádzame z predpokladu, že subjekty poznajú alebo očakávajú aj hodnotu na rozhodnutie protistrany. Táto hodnota teda umožňuje kooperáciu a odhaľuje možné výhody pre obidve strany tak, aby sa transakcie uskutočnili či urýchlili.

Vedľajšie funkcie ohodnocovania nevychádzajú z majetkových zmien, ale iných potrieb riadenia podniku, ako napr. podpora pri poskytnutí úveru, podpora riadenia, motivácie, pri prekonávaní krízy, funkcie vyplývajúce zo zákona či štandardu.

1.3.5 Štandardizácia procesu ohodnocovania

So silnejúcou globalizáciou finančných trhov a prítomnosťou nadnárodných spoločností, ktoré vo veľkej miere podliehajú anglosaskej finančnej teórii založenej na hypotetickom kapitálovom trhu sa presadzuje štandardizácia procesov, zjednocovanie externého finančného výkazníctva. Nepresnosti a skreslenie výsledkov sa prejavujú pri transakciách podnikov uskutočňovaných na európskom mimoburzovom trhu a sú prehlbované s individuálnymi podmienkami predmetnej transakcie. Poňť množstvo faktorov a reakciu hodnoty na ich zmenu je v zásade komplikované. Zjednodušenie pre oceňovateľa poskytujú International valuation standards (IVS), ktoré synchronizujú postup výpočtu a danú kategóriu hodnoty.

Štandardizácia procesov je vždy spojená s východiskovým teoretickým systémom, stavia na obchodných zvyklostiach a bežnej praxi kodifikovaných v právnom systéme, na základe ktorého fungujú trhové vzťahy.

Objekt ohodnocovania má hodnotu len vo vzťahu k subjektu ohodnocovania, na tento fakt nadväzuje aj potreba kategorizácie hodnoty v modernom ohodnocovaní, ktoré sa snaží o vykreslenie reálneho trhu.

V prostredí Českej a Slovenskej Republiky vychádza táto disciplína z Medzinárodných ohodnocovacích štandardov (IVS), ktoré definujú trhové (IVS 1) a iné než trhové kategórie hodnoty (IVS 2) a zo štandardov nemeckého inštitútu audítorov (z nem. Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland, IDW S1) (Krabec, 2009, s. 30). Správny preklad nie je oceňovanie, ale ohodnocovanie podniku (z angl. business valuation, z nem. Unternehmensbewertung).

Štandardy IVS sa nevenujú konkrétnej metodológii, poskytujú len prehľad možnej klasifikácie metodológie spôsobu odhadu hodnoty aktíva. Ich aplikáciu a interpretáciu nechávajú na posúdenie oceňovateľovi. Preto je veľmi dôležitý správny výber kategórií, ktoré podmieňujú výber metód. IVS rozlišujú majetkové, výnosové a trhové metódy.

1.3.6 Metódy stanovenia hodnoty podľa IVS

Rôzne metódy stanovenia hodnoty sú stavané na podnikateľské *podmienky* a *kvalitu trhov* krajiny pôvodu metódy. Zároveň musíme zvažovať vhodnosť metód pre kótované podniky a podniky mimo burzu, pretože pri týchto sa bežne zvažujú iné ukazovatele a časové horizonty. Podľa Krabca (2009, s. 22) posudok samozrejme nezávisí len

na zvolených metódach, oceňovateľ môže plniť *funkciu* poradcu jednej zo strán a dopomôcť k výhodnejšej cene a podmienkam.

„Kde sú k dispozícii trhové dáta podporujúce hodnotenie, je odvodená trhovú hodnota podľa IVS, ak sú trhové dáta nedostatočné, alebo ak sa vychádza zo zvláštneho zadania, výsledkom bude netrhová kategória hodnoty“ (Krabec, 2009, s. 190).

Každé ohodnotenie podniku musí byť jednoznačné v týchto okruhoch:

- identifikácia podniku, vlastníckych práv na podnik alebo cenných papierov,
- rozhodný dátum ohodnotenia,
- definícia hodnoty,
- vlastník majetkového podielu,
- účel a použitie ohodnotenia.

Literatúra uvádza 3 základné výpočtové metódy.

Trhové metódy

Trhové metódy sú založené na komparácii podobných podnikov (akvizičný trh), majetkových podielov a cenných papierov (verejný akciový trh), ktoré boli predané na trhu. Dôležité sú kritéria porovnávania. Porovnateľné by mali byť v odvetví, podľa kvantitatívnych a kvalitatívnych charakteristík, podľa dostupného množstva a podľa overiteľnosti dát a adekvátnosti dát k dátumu hodnotenia (Krabec, 2009, s. 205).

„Trhová hodnota v zmysle IVS by mala vychádzať z dát o uskutočnených obchodoch s porovnateľnými podnikmi v danom mieste a čase, aby bolo možné zohľadniť skutočné preferencie tvorcov trhu. Postup používajúci sprostredkujúce finančné parametre môže viesť ku kvalitným odhadom trhovej hodnoty v prípade transparentného, veľkého a inštitucionálne homogénneho trhu. V kontinentálnej Európe však súťažný trh s porovnateľnými alebo substitučnými aktívami vo forme vlastníckych práv na podnik (spoločnosť) definovať nemôžeme“ (Krabec, 2009, s. 188).

Ohodnotenie na základe analýzy trhu (2007, s. 37) Mařík klasifikuje:

- ohodnotenie na základe trhovej kapitalizácie,

- ohodnotenie na základe porovnateľných podnikov,
- ohodnotenie na základe údajov o podnikoch uvádzaných na burzu,
- ohodnotenie na základe porovnateľných transakcií,
- ohodnotenie na základe odvetvových multiplikátorov.

Výnosové metódy

Metódy využívajú dostupné objektivizované, teda na základe súťažného procesu vzniknuté dáta, ktoré v sebe už zahŕňajú všeobecné očakávania a vnímania investorov a ostatných účastníkov trhu ohľadom budúceho vývoja. Za predpokladu súťažného trhu, peňažné toky a trhovo odvodená požadovaná miera výnosnosti by mali aproximovať hodnoty získané metódou porovnateľných transakcií. Modely discounted cash flow (DCF) sú štruktúrované podľa špecifických podmienok a doby trvania. Podľa východísk a spôsobu tvorby predpokladov môžu byť výsledkom spomínaných metód kategórie hodnoty: investičná, rozhodcovská, objektivizovaná, hodnota užitia, ... (Krabec, 2009, s. 208).

Ohodnocovanie na základe analýzy výnosov (2007, s. 37) Mařík klasifikuje:

- metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF),
- metóda kapitalizovaných čistých výnosov,
- kombinované (korigované) metódy,
- metóda ekonomickej pridanej hodnoty.

Majetkové metódy

Princípom ohodnocovania je určiť hodnotu substitúcie, teda hodnotu nákladov replikácie aktíva. Súvaha podniku je teda precenená do trhových hodnôt jednotlivých aktív k dátumu hodnotenia. IVS odporúčajú použiť tieto metódy pri spoločnostiach, ktoré držia aktíva rôznych foriem, ktoré musia byť ohodnotené separátne, alebo ak nie je splnená podmienka going concern podniku (Krabec, 2009, s. 209).

Ohodnocovanie na základe analýzy majetku (2007, s. 37) Mařík klasifikuje:

- účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien,
- substančná hodnota na princípe reprodukčných cien,
- substančná hodnota na princípe úspory nákladov,
- likvidačná hodnota,
- majtkové ohodnotenie na princípe trhových hodnôt.

1.3.7 Kategórie hodnoty podľa subjektu ohodnocovania

Kategórie hľadanej hodnoty vymenúva Mařík takto:

- trhov hodnota,
- subjektívna hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexný prístup na základe Kolínskej školy (niektoré kategórie hodnoty boli rozobrané v kapitole Funkcionálna koncepcia).

Trhov hodnota (z angl. market value, z nem. Gemeiner Wert) je „odhadnut čiastka, za ktor by mal byť majetok zamenen k dátumu hodnotenia medzi dobrovolným kupujúcim a predávajúcim pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorej by obe strany rokovali informovane, rozumne a bez nátlaku“ (Mařík, 2007, s. 22). Táto definícia však dáva priestor širokému intervalu hodnoty, pričom ale „trhov hodnota podľa IVS je podmienen radom dalích nutných podmienok, hlavne existenciou likvidného trhu porovnateľného aktíva s ohodnocovanm aktívom“ (Krabec, 2009, s. 29).

Investin hodnota (z angl. investment worth) je hodnota majetku pre konkretného investora alebo triedu investorov so stanovenými investinmi cieľmi. Tento subjektívny pojem spája špecifický majetok so špecifickým investorom. Investin hodnota aktíva môže byť väčšia alebo nižšia než jeho trhov hodnota. Budúce peňažné toky reprezentujú v podstatnej miere predstavy manažmentu alebo investora. Diskontn miera je stanoven na základe alterntvnych investičných možností zadávateľa ohodnotenia (Mařík, 2007, s. 27).

„Objektivizovaná hodnota (z nem. objektivierte Unternehmenswert, z angl. objectified worth) predstavuje typizovanú a inými subjektmi overiteľnú výnosovú hodnotu, ktorá je stanovená z pohľadu tuzemskej osoby – vlastníka (alebo skupiny vlastníkov), neobmedzene podliehajúca daniam, pričom predpokladáme, že podnik bude pokračovať v nezmenenom koncepte (počíta len s výnosmi, ktoré sa k dátumu hodnotenia javia ako nesporné a doložiteľné), pri využití realistických očakávaní v rámci trhových možností, rizík a ďalších faktorov pôsobiacich na hodnotu podniku“ (Mařík, 2007, s. 28).

1.4 Strategická analýza

To, aký má podnik výnosový potenciál z dlhodobého hľadiska, závisí od jeho vonkajšieho a vnútorného potenciálu, ktoré sú predmetom skúmania práve strategickej analýzy. Výstupom analýzy je identifikácia rizík a príležitostí vonkajšieho prostredia a „do akej miery je podnik schopný využiť tieto šance a čeliť rizikám“ (Mařík, 2003, s. 48). Konkrétne poskytuje odpovede na otázky: aké sú perspektívy podniku z dlhodobého hľadiska; aký vývoj tržieb môžeme očakávať; aké riziká podnik ohrozujú.

Postup strategickej analýzy:

- analýza a prognóza relevantného trhu,
- analýza a prognóza konkurencie a vnútorného potenciálu,
- prognóza tržieb.

1.4.1 Analýza vonkajšieho trhu

Vymedzenie relevantného trhu (odvetvia) a zozbierané dáta o ňom nám umožnia posúdiť atraktivitu (vzťah podnikateľského rizika a výnosnosti) a následne prognózovať ďalší vývoj. Podľa Sedláčkovej (2000, s. 23-25) musí byť štruktúra odvetvia chápaná ako premenlivá a charakteristická v týchto okruhoch:

- veľkosť trhu – celkové tržby, objem produkcie,
- geografické hranice konkurencie – globálne, regionálne, lokálne,
- fáza životného cyklu – vývoj dopytu,
- počet a relatívna veľkosť konkurentov,
- počet a veľkosť zákazníkov,
- stupeň vertikálnej integrácie,

- nároky na kapitál:
 - vstupné bariéry – absolútna nákladová výhoda, investičné náklady, výnosy z objemu, skúsenostný efekt, lojalita zákazníkov, legislatíva,
 - výstupné náklady – vysoké bezvariantné investície, fixné výstupné náklady, previazanosť firiem,
- tempo zmien technológie,
- výrobné inovácie,
- diferencované výrobky (oslabujú silu kupujúceho),
- miera hospodárnosti – výnosy z objemu, skúsenostný efekt, trhovú podiel.

Relevantný trh je prostredie, na ktorom sú akcie, ohodnocovaný podnik, či s ním hodnotené aktíva predmetom kontinuálnej výmeny. Je definovaný na vecnej a územnej rovine v zákone č. 136/2001 Z. z. o ochrane hospodárskej súťaže, § 3 ako „priestorový a časový súbeh ponuky a dopytu takých tovarov, ktoré sú na uspokojenie určitých potrieb z hľadiska užívateľa zhodné alebo vzájomne zastupiteľné. ... Tovarový relevantný trh zahŕňa zhodné alebo vzájomne zastupiteľné tovary schopné uspokojiť určitú potrebu užívateľov. ... Priestorový relevantný trh je vymedzený územím, na ktorom sú súťažné podmienky také homogénne, že toto územie môže byť odčlenené od ostatných území s odlišnými súťažnými podmienkami.“

Oceňovateľ sa pred odhadom vstupných údajov musí stotožniť s formou trhu a konkurenčným prostredím. Pre mnohé aktíva organizovaný trh s predpokladom likvidity vôbec neexistuje, teda nie je možné odhadnúť bežné podmienky transakcie ani stupeň konkurencie na trhu. Tu si môžeme pomôcť faktom, že každý trh sa vyznačuje dopytom, ponukou a procesom konkurencie, ktorý uvádza systém v priebehu času do rovnováhy. Ak má cenový mechanizmus koordinovať ekonomické procesy a poskytovať spoľahlivé vstupy pre ohodnocovanie, je nutné, aby bola na trhu prítomná konkurencia, ktorá zabezpečí maximalizáciu blahobytu účastníkov a je prostriedkom k „najvyššiemu a najlepšiemu využitiu aktíva“ (Krabec, 2009, s. 40).

Štruktúru odvetvia zobrazuje Porterov model:

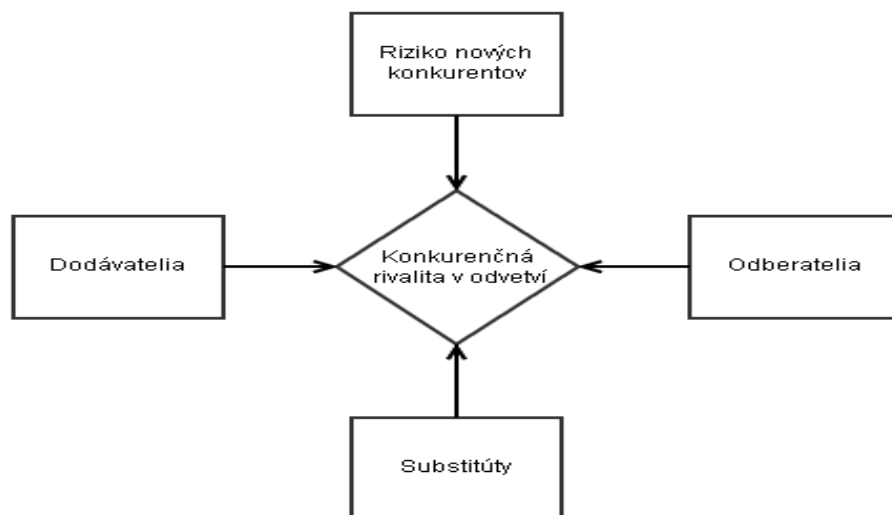


Schéma 1: Porterov model konkurenčnej štruktúry odvetvia (Zdroj: Mařík, 2003, s. 113, vlastné spracovanie)

Na analýzu trhu nadväzuje prognózovanie jeho budúceho vývoja pomocou štatistických metód (analýza časových radov a extrapolácia, regresná analýza). Východiskom je analýza hlavných faktorov, na ktorých bola dokázaná určitá závislosť vývoja relevantného trhu. Hlavné skupiny faktorov Mařík vymedzuje nasledovne (2003, s. 58):

- národohospodárske (HDP, priemyselná výroba, spotreba, ...),
- všeobecné faktory dopytu (príjmy obyvateľstva, cenová hladina, demografická štruktúra obyvateľstva),
- faktory špecifické pre konkrétne produkty (módnosť, spotrebné zvyklosti, ...).

„Výsledná prognóza by teda mala byť jednoznačne podložená určitou technikou a zároveň rozumne posúdená odhadcom“ (Mařík, 2003, s. 59).

Spomenieme niekoľko všeobecných a pravdepodobných (*ceteris paribus*) vplyvov konkrétnej konkurenčnej štruktúry v odvetví na podnikové generátory hodnoty (Mařík, 2003, s. 114-115):

- intenzita priamej konkurencie rastie s vyrovnanosťou trhových podielov,
- ziskové marže klesajú s rastúcou priamou konkurenciou,
- čím viac stálych zákazníkov a zastupiteľných dodávateľov podnik má, tým je jeho vyjednávací schopnosť lepšia,
- čím lepšie zastupiteľné produkty, tým vyššia intenzita konkurencie,

- ak je podnik s účastníkom trhu (dodávateľ, odberateľ) zmluvne zviazaný, jeho konkurenčná sila klesá,
- nestabilný dopyt vytvára nadbytočné kapacity, zvyšuje intenzitu konkurencie a znižuje ziskové marže,
- rastúci trh s bezproblémovým vstupom znižuje intenzitu konkurencie,
- bariéry pre vstup nových podnikov udržujú ziskové marže vyššie pre tie existujúce.

1.4.2 Analýza konkurenčných síl a vnútorného potenciálu podniku

Na základe konkurenčnej sily „odhaduje vývoj trhového podielu ohodnocovaného podniku v budúcnosti“ (Mařík, 2003, s. 62). Na základe predošlého vývoja relevantného trhu a podniku môžeme zostaviť vývojový rad trhových podielov, ktoré sú syntetickým vyjadrením konkurenčnej sily v čase. Ďalším krokom je identifikácia hlavných konkurentov a zhromaždenie informácií relevantných pre posúdenie ich trhovej pozície.

Analýza vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily hodnoteného podniku (Príloha 1) odкрýva vnútorné vývojové možnosti podniku, ako je schopný využiť šance, čeliť konkurencii a podnikateľským rizikám (Mařík, 2003, s. 64). Peňažné toky do podniku, potrebné investície a rýchlosť rastu závisia od vývojovej fázy života podniku. Schopnosť podniku udržať a prípadne zvýšiť podiel na trhu sa dá sledovať fundamentálnou analýzou hlavných faktorov, ktoré preukázateľne ovplyvňovali konkurenčnú silu podniku v minulosti. Mařík uvádza priame a nepriame faktory:

- priame (prvky marketingového mixu) - kvalita produkcie, technická úroveň, ceny, dostupnosť, distribučný systém, servis, cielenosť reklamy, povedomie o firme,
- nepriame - kvalita manažmentu, výkonný personál, výdaje na výskum a vývoj, riadenie akosti, investície do majetku a ľudského kapitálu.

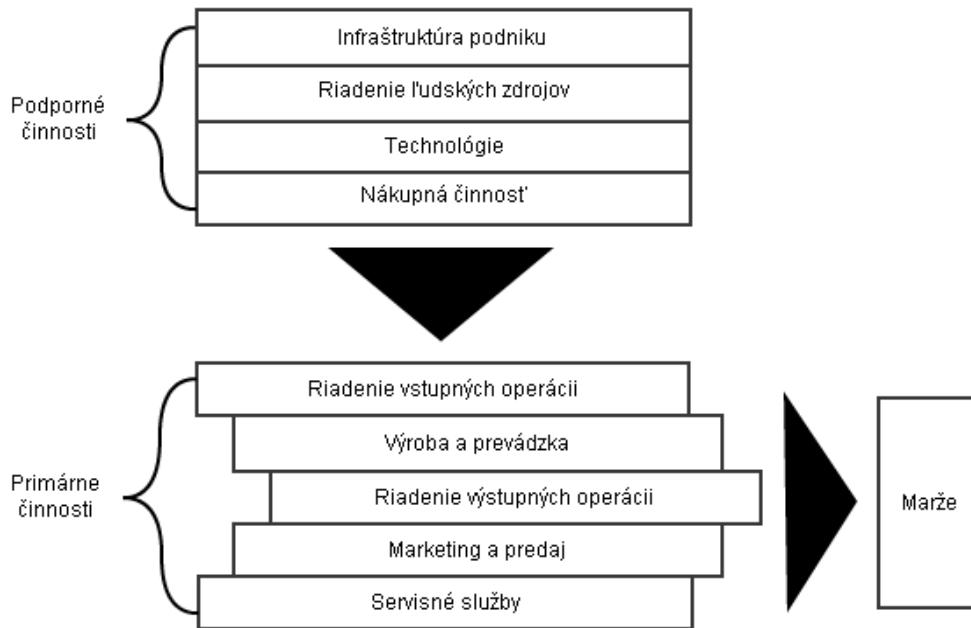


Schéma 2: Hodnotový reťazec podľa Portera (Zdroj: Sedláčková, 2000, s. 71, vlastné spracovanie)

Výsledky manažmentu je ťažké hodnotiť, je však dôležité, aby oceňovateľ prihliadal aj na tento faktor, pretože má veľkú váhu pre budúci vývoj podniku.

„Ideálny stav je, keď podnik dokáže vyvíjať a na trhu uplatňovať nové produkty a zároveň dbá o registráciu svojich práv. ... Primeraný majetok je základným predpokladom podnikania vo veľkej časti odvetví a odborov“ (Mařík, 2003, s. 72-73). Sortiment produktov by mal mať primeranú hĺbku a šírku a pôsobiť komplexne na zákazníka.

1.4.3 Prognóza tržieb

Na základe výsledkov analýz vonkajšieho a vnútorného prostredia posúdime perspektívnosť podniku napr. pomocou „bostonskej“ matice. Tempo rastu tržieb hodnoteného podniku odhadneme z prognózovaného rastu trhu (analýza a prognóza vonkajšieho prostredia) a rastu trhového podielu podniku (analýza vnútorného potenciálu a konkurenčnej sily).

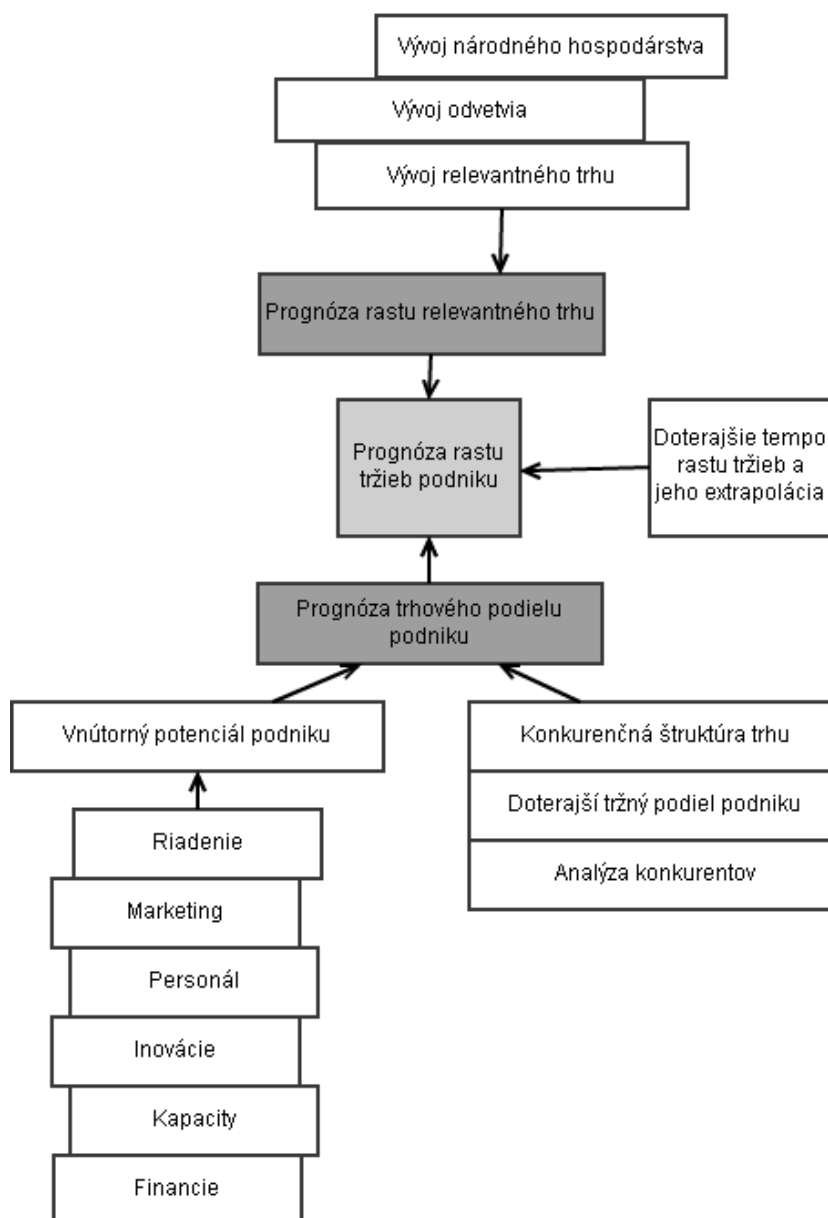


Schéma 3: Odvodenie prognózy tržieb (Zdroj: Mařík, 2003, s. 81, vlastné spracovanie)

1.5 Finančná analýza

Finančná analýza je ďalším krokom v odhade dlhodobej perspektívy podniku. Ak strategická analýza preukáže predpoklad pokračujúcej hodnoty podniku, úlohou finančnej analýzy je preveriť finančné zdravie podniku a vytvoriť základ pre finančný plán (generátory hodnoty).

1.5.1 Analýza finančného zdravia podniku

Táto analýza sa zaoberá finančnou situáciou podniku k dátumu ohodnotenia, jej historický vývoj a prognózu.

Samotný postup analýzy je nasledovný (Mařík, 2003, s. 83):

- preverenie správnosti a úplnosti vstupných dát,
- analýza základných účtovných výkazov,
- výpočet a vyhodnotenie pomerových ukazovateľov,
- súhrnné zhodnotenie zistených poznatkov.

Analýza účtovných výkazov sa venuje súvahe za dlhšie obdobie, konkrétne hodnotí vývoj bilančnej sumy, štruktúru a vývoj aktív a pasív v čase s dôrazom na ich primeranosť, taktiež sleduje vzťahy medzi zložkami. Analýza výkazu ziskov a strát by mala ukázať, ktoré položky mali najzávažnejší vplyv na výsledok hospodárenia. Vo výkaze peňažných tokov sa sledujú prevádzkové, investičné a finančné toky. Podľa Maříka sú to práve peňažné toky, ktoré najužšie súvisia s hodnotou podniku (2003, s. 87), pretože predstavujú potreby podniku a jeho schopnosť vytvárať peňažné prostriedky a peňažné ekvivalenty.

Elementárne metódy finančnej analýzy predstavujú:

- analýza absolútnych ukazovateľov (horizontálna analýza trendov; vertikálna analýza položiek),
- analýza rozdielových ukazovateľov (analýza čistého pracovného kapitálu),
- analýza cash flow,
- analýza pomerových ukazovateľov (analýza platobnej schopnosti a likvidity, riadenia dlhu, majetkovej a finančnej štruktúry, využitia aktív, ziskovosti, prevádzkových nákladov, analýza ukazovateľov kapitálového trhu),
- analýza sústav ukazovateľov (bonitné modely: rýchly test, indikátor bonity; bankové modely: Altmanov index finančného zdravia, IN indexy, indikátor budúcej finančnej tiesne).

Interpretácia pomerových ukazovateľov rýchlo a zrozumiteľne hodnotí disponibilitu finančných prostriedkov, schopnosť podniku hradiť dlhodobé záväzky, dosahovanú výnosnosť a iné (Mařík, 2003, s. 88). Tieto musia byť porovnávané v čase a priestore, teda s inými podnikmi a alternatívnymi investíciami. Rozhodujúce nie je, aby každý ukazovateľ odrážal želaný priemer, dôležitý je celkový výsledok. „Záver finančnej analýzy pre potreby ohodnocovania by mal byť do istej miery jednoznačný a mal by odpovedať na otázku či je firma v podstate zdravá a či môžeme počítať s jej dlhodobou existenciou“ (Mařík, 2003, s. 95).

V analýze budú sledované tieto pomerové ukazovatele:

Ukazovatele likvidity

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$$

$$\text{Rýchly pomer} = \frac{\text{Obežné aktíva} - \text{zásoby}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$$

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Krátkodobý finančný majetok}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$$

$$\text{Pracovný kapitál} = \text{Obežné aktíva} - \text{Krátkodobý cudzí kapitál}$$

Ukazovatele dlhodobej finančnej rovnováhy

Dynamické :

$$\text{Doba splácania dlhov} = \frac{\text{Cudzí kapitál} - \text{Rezervy}}{\text{Prevádzkový cash flow}}$$

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{\text{Zisk pred úrokmi a daňami}}{\text{Platené úroky}}$$

Statické :

$$\text{Celková zadĺženosť} = \frac{\text{Cudzie zdroje}}{\text{Celkové aktíva}}$$

$$\text{Koefficient samofinancovania} = \frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Celkové aktíva}}$$

Ukazovatele výkonnosti

$$\text{ROA} = \frac{\text{Výsledok hospodárenia pred úrokmi a zdanením}}{\text{Celkový kapitál}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Výsledok hospodárenia po dani}}{\text{Vlastný kapitál}}$$

$$\text{Zisková marža} = \frac{\text{Výsledok hospodárenia po dani}}{\text{Čisté tržby}}$$

$$\text{ROS} = \frac{\text{Výsledok hospodárenia pred úrokmi a zdanením}}{\text{Tržby celkové}}$$

Ukazovatele aktivity

$$\text{Počet obrátov aktív za rok} = \frac{\text{Ročné tržby}}{\text{Celkové aktíva}}$$

$$\text{Doba obrátu zásob} = \frac{\text{Zásoby}}{\text{Zvolená výkonová položka napr. denné tržby}}$$

$$\text{Doba splatnosti obch. pohľadávok} = \frac{\text{Pohľadávky z obchodného styku}}{\text{Priemerné denné tržby}}$$

$$\text{Doba splatnosti obch. záväzkov} = \frac{\text{Záväzky z obchodného styku}}{\text{Priemerné denné tržby}}$$

$$\text{Rýchlosť obrátu} = \frac{365}{\text{Doba obrátu}}$$

1.5.2 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Aktíva prevádzkovo nutné využíva podnik na základné podnikateľské činnosti v špecifickej veľkosti a štruktúre vrátane primeraných kapacitných rezerv. Všetky ostatné aktíva považujeme za prevádzkovo nepotrebné. Väčšina metód ohodnocovania vyžaduje takéto rozdelenie aktív. Zároveň náklady a výnosy plynúce z týchto aktív by mali byť vymedzené na rovnakom princípe a odčítané z výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti (Mařík, 2003, s. 103). Vyčleniť by sa mali aj aktíva nesúvisiace s prevádzkou aj keď určité príjmy prinášajú, pretože tieto príjmy podstupujú inú rizikovosť ako príjmy z hlavnej činnosti.

Krátkodobý finančný majetok (cenné papiere a podiely), ktorý môže byť v krátkej dobe predaný bez vplyvu na prevádzku a plní funkciu strategickej rezervy, považujeme za prevádzkovo nepotrebný (Mařík, 2003, s. 106). Prevádzkovo primeraný objem krátkodobého finančného majetku môžeme zistiť zo vzťahu likvidity:

$$\text{Peňažná likvidita} = \frac{\text{Peňažné prostriedky}}{\text{Krátkodobý cudzí kapitál}}$$

Likvidita má mať hodnotu približne 20%, alebo odvetvový priemer. Je však potrebná konzultácia s manažérom podniku.

Dlhodobý finančný majetok (cenné papiere a pôžičky), ktorý má portfóliový charakter bez priamej väzby na základnú činnosť podniku, alebo ak nie sú dostupné informácie o jeho charaktere, by mal byť z prevádzkovo nutných aktív vyčlenený.

1.5.3 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Generátory hodnoty sú základné podnikovo-hospodárske veličiny, ktoré v celku určujú hodnotu podniku. „Rozhodujúce pre dlhodobú životnosť podniku je jeho schopnosť zarábať si na investície nutné pre prežitie. Takže jadrom rozboru generátorov hodnoty je analýza a prognóza tržieb a k tomu potrebných investícií“ (Mařík, 2003, s. 122).

Najbežnejšie sa pracuje s týmito veličinami:

- tržby a ich rast,
- marže korigovaného prevádzkového zisku,
- investície do pracovného kapitálu,
- investície do dlhodobého prevádzkovo nutného majetku,

- diskontná miera,
- spôsob financovania (veľkosť cudzieho kapitálu),
- doba predpokladaného generovania pozitívneho peňažného toku.

Vyčlenenie a analýza veličín, ktoré rozhodujúcim spôsobom ovplyvňujú voľné peňažné toky nám umožní vytvárať dlhodobé projekcie. Prognóza generátorov hodnoty je aj základnou kostrou finančného plánu (Mařík, 2003, s. 110).

Tržby a prevádzková zisková marža

Prognóza tržieb, ktorá je výstupom strategickej analýzy, môže byť doplnená o kapacitné možnosti podniku.

Prevádzková zisková marža (PZM) je definovaná ako:

$$PZM = \frac{\text{Korigovaný HV z hospodárskej činnosti pred daňou [korigovaný NOPBT]}}{\text{Tržby}}$$

Na to, aby sme vedeli prognózovať vývoj PZM musíme poznať minulý vývoj a základné faktory, od ktorých sa odvíja. Základné faktory môžu predstavovať: konkurenčná štruktúra, osobné náklady, ostatné náklady (Mařík, 2003, s. 112).

Intenzita konkurencie ovplyvňuje PZM v určitom odbore podnikania hlavne pôsobením na podiel pridanej hodnoty na tržbách a zvyšovaním nákladov na marketing. Intenzita konkurencie závisí od štruktúry trhu, ktorú znázorňuje Porterov model (náčrt v kapitole Analýza a prognóza vonkajšieho prostredia).

Pracovný kapitál

Pracovný kapitál zbavený o položky, na ktoré nie možné stanoviť náklady kapitálu vypočítame nasledovne:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finančný majetok} \\ & + \text{Zásoby} \\ & + \text{Pohľadávky} \\ & - \text{Neúročené záväzky} \\ & + \text{Časové rozlíšenie aktívne} \\ & - \text{Časové rozlíšenie pasívne} \\ & \hline & \text{Pracovný kapitál} \end{aligned}$$

Uvedené položky započítavame už iba ako prevádzkovo nutné aktíva. Krátkodobý finančný majetok môžeme určiť buď absolútnou čiastkou, alebo odvodením zo žiaducej likvidity. Hlavne zásoby, pohľadávky a krátkodobé záväzky by sa nemali plánovať extrapoláciou ich minulých hodnôt, ale sledovať odporúčaný postup:

- zachytiť väzbu medzi výkonmi a zložkou pracovného kapitálu, napr.:

$$\text{Doba obratu aktíva v dňoch} = \frac{\text{Zložka pracovného kapitálu}}{\frac{\text{Výkonová položka}}{365}}$$

Odporúča sa vzťahovať zložky pracovného kapitálu na položku, ktorú najzreteľnejšie ovplyvňujú. Možné kombinácie sú uvedené v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 1: Kombinácie zložiek pracovného kapitálu a generátorov hodnoty pre výpočet náročnosti výkonov na jednotlivé zložky pracovného kapitálu (Zdroj: Mařík, 2003, s. 118)

Zložka pracovného kapitálu	Výkonová položka
Pohľadávky	Tržby
Zásoby tovaru	Náklady na predaný tovar
Zásoby materiálu	Spotreba materiálu
Zásoby výrobkov	Výkonová spotreba + Osobné náklady
Obchodné záväzky	Nákup alebo tržby

- preskúmať hlavné príčiny minulého vývoja náročnosti výkonov,
- na základe predpokladov o pôsobení zistených faktorov do budúcnosti odhadnúť vývoj náročnosti výkonov na položky pracovného kapitálu (doba obratu aktíva). Posledný krok je výpočet zložiek pracovného kapitálu do budúcnosti, na základe prognózovaných výkonových položiek (Mařík, 2003, s. 117-120).

Investície do dlhodobého majetku

Plánovať náročnosť na investície do dlhodobého majetku je najťažšia časť analýzy generátorov hodnoty, pretože investície nie sú plynulé v čase. Taktiež by sme ich mali chápať globálnejšie a zahrňovať k nim aj investície do ľudského kapitálu, výskum a vývoj (Mařík, 2003, s. 120). Pri ich plánovaní môžeme zvoliť:

- globálny prístup, ak sú investície do dlhodobého majetku pravidelné. Koeficient náročnosti rastu zisku na rast investičného majetku vyjadríme:

$$k_{DMz} = \frac{\Delta \text{prevádzkovo nutného dlhodobého majetku}}{\Delta \text{korigovaného VH z hospodárskej činnosti}}$$

- Je vhodné sledovať koeficienty v dlhšom období, keďže je pravdepodobné, že sú volatilné.
- predikcia podľa hlavných položiek podnikových investičných plánov, ktoré zahŕňajú konkrétne projekty,
- prístup založený na predpoklade, že rastúce a stagnujúce podniky musia investovať hodnotu nad mieru odpisov.

1.6 Zostavenie finančného plánu

Nosnou kostrou finančného plánu sú tieto prognózované generátory hodnoty, ktoré zásadným spôsobom ovplyvňujú hodnotu podniku (Mařík, 2003, s. 131):

- tržby z predaja hlavných produktov,
- zisková marža a prevádzkový zisk,
- plánovaná výška zásob, pohľadávok a záväzkov,
- prognóza investícií do dlhodobého majetku, ktoré budú potrebné k udržaniu hlavnej prevádzky.

Pre zostavenie kompletných účtovných výkazov musíme zostaviť ďalšie plány:

- plán financovania (potrebný aj ako kontrola reálnosti prognózy generátorov hodnoty),
- plánované hodnoty menej významných položiek (náklady a výnosy, pohľadávky a záväzky, ktoré sa opakujú),
- položky nesúvisiace s hlavnou prevádzkou podniku (plán predaja nepotrebného majetku, investície do cenných papierov),
- predpokladané výplaty dividend, podielov na zisku,
- formálne dopočty (celkové peňažné toky, nerozdelený zisk, fondy).

Základný postup tvorby finančného plánu zobrazuje nasledujúca Schéma 4.

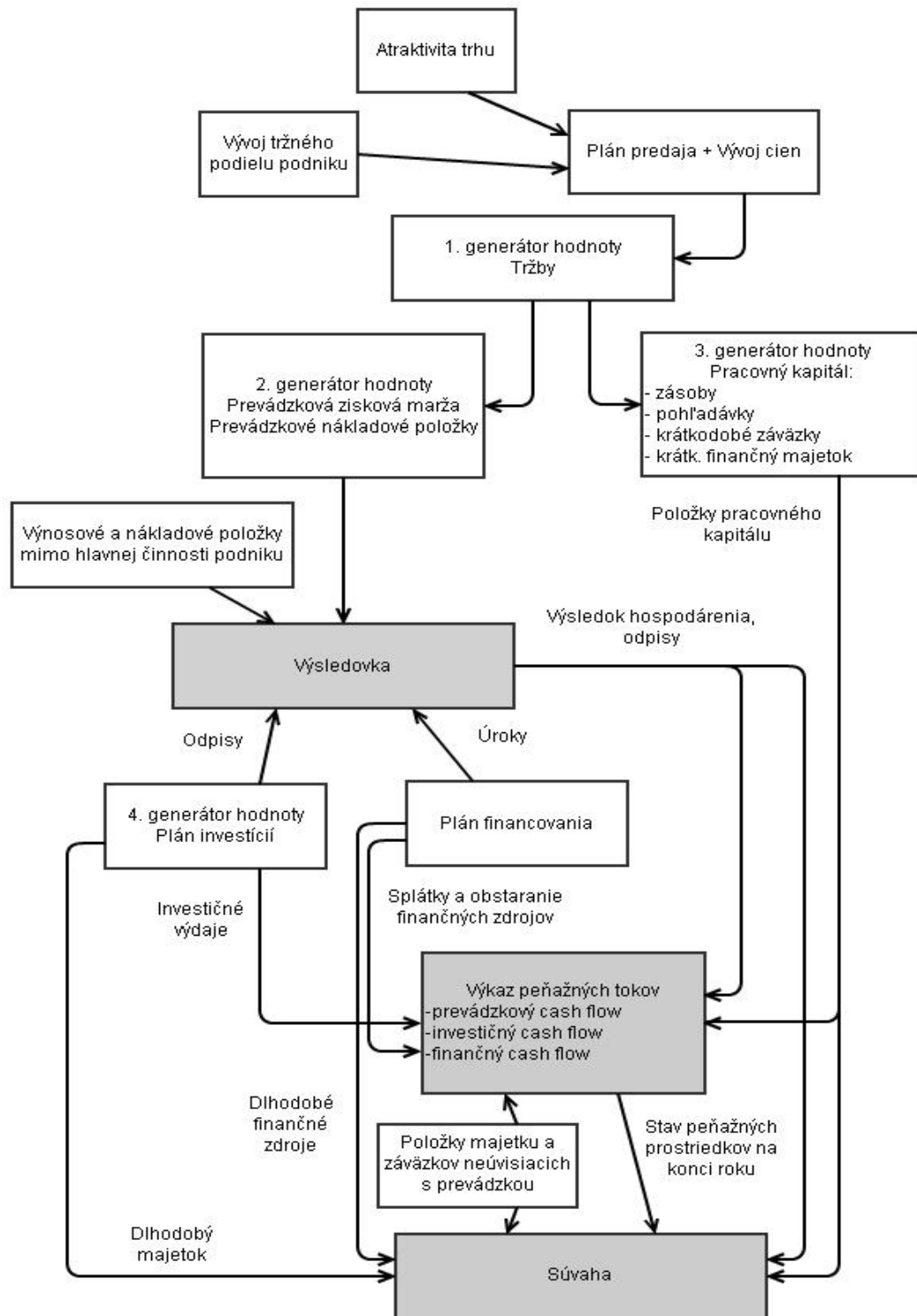


Schéma 4: Postup tvorby finančného plánu (Zdroj: Mařík, 2003, s. 133, vlastné spracovanie)

1.7 Výnosová metóda diskontovaných peňažných tokov

Výpočet hodnoty výnosovými metódami závisí od kategórie hľadanej hodnoty (trhová, subjektívna, objektivizovaná), od zohľadnenia inflácie vo výnosoch a diskontnej miere (stále a bežné ceny) a od spôsobu kalkulácie daní (Mařík, 2003, s. 144).

Hodnota statku vyčíslená výnosovými metódami je určená očakávaným úžitkom pre jeho držiteľa, teda očakávanými peňažnými tokmi.

Varianty metódy:

- metóda „entity“ vychádza z hodnoty podniku ako celku. Hodnota brutto je diskontovaný peňažný tok plynúci pre vlastníkov aj veriteľov z hlavnej prevádzky podniku. Berieme do úvahy len investície do prevádzkovo nutného majetku a náklady a výnosy spojené s týmto majetkom. Hodnotu netto (čistého obchodného majetku, teda vlastného kapitálu) dostaneme odčítaním cudzieho kapitálu od hodnoty brutto:

$$\begin{array}{l} \text{Korigovaná hodnota brutto} \\ - \text{Hodnota úročeného cudzieho kapitálu} \\ \hline \text{Korigovaná hodnota netto vlastného kapitálu} \\ + \text{Hodnota prevádzkovo nepotrebných aktív} \\ \hline \text{Výsledná hodnota vlastného kapitálu} \end{array}$$

- metóda „equity“ vyčísluje hodnotu vlastného kapitálu diskontovaním peňažného toku plynúceho iba pre vlastníkov,
- metóda „adjusted present value (APV)“ v prvom kroku vyčísluje hodnotu brutto ako súčet hodnoty podniku pri nulovom zadĺžení a súčasnej hodnoty daňovej úspory z úrokov. Hodnota netto je potom rovná hodnote brutto zníženej o cudzí kapitál.

Investovaný kapitál

Diskontná miera predstavuje náklady na investovaný kapitál, ktorý sa ohodnocuje. Problematike vyčíslenia nákladov na vlastný kapitál sa budeme venovať v kapitole Výpočet diskontnej miery pre DCF entity.

Rezervy priradujeme k nákladom podľa ich povahy ako špecifický vlastný kapitál, alebo dlhodobý cudzí kapitál.

Korigovaný pracovný kapitál sa líši od bežne chápaného pracovného kapitálu tým, že obežné aktíva znižujeme o neúročené záväzky, nie krátkodobé záväzky a krátkodobé bankové úvery. Takýmto spôsobom vylúčime z výpočtu krátkodobé záväzky, obvykle z obchodného styku, na ktoré nie je možné určiť náklady.

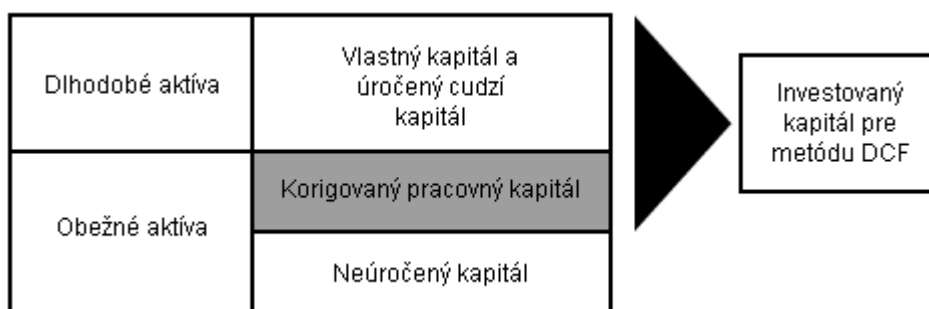


Schéma 5: Korigovaný pracovný kapitál pre výpočet investovaného kapitálu (Zdroj: Mařík, 2003, s. 147, vlastné spracovanie)

Vymedzenie prevádzkovo nutného investovaného kapitálu (prevádzkovo nutný korigovaný pracovný kapitál a prevádzkovo nutné dlhodobé aktíva) je zásadné pre výpočet voľných peňažných tokov podniku. Voľný peňažný tok (angl. free cash flow, FCF) pre metódu DCF predstavujú prostriedky, ktoré sú k dispozícii vlastníkom a veriteľom. Zjednodušený výpočet (Mařík, 2003, s. 150, 154):

Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti
 – *Prevádzkové výnosy nepravidelné a nesúvisiace s hospodárskou činnosťou*
 + *Prevádzkové náklady nepravidelné a nesúvisiace s hospodárskou činnosťou*
 + *Výnosy z finančných investícií súvisiacich s prevádzkovo nutným majetkom*
 – *Finančné náklady súvisiace s prevádzkovo nutným majetkom*
 —————
Korigovaný výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti pred zdanením
 – *Upravená daň z príjmu*
 —————
Korigovaný výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti po zdanení
 + *Odpisy*
 + *Ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi v bežnom období*
 —————
Predbežný peňažný tok z prevádzky
 – *Investície brutto do korigovaného prevádzkovo nutného pracovného kapitálu*
 – *Investície brutto do dlhodobého prevádzkovo nutného majetku*
 —————
Voľný peňažný tok

Investície brutto zahŕňajú obnovu aj rozširovanie majetku.

$$I_{brutto} = I_{netto} + O_t = K_t - K_{t-1} + O_t$$

pričom :

K_t = účtovná hodnota investícií do prevádzkovo nutného kapitálu v roku t

O_t = odpisy v roku t

Techniky výpočtu DCF

Výnosové metódy ohodnocovania sú postavené na predpoklade going concern podniku. Predpovedať peňažné toky do nekonečna nie sme schopní, v praxi je tento problém riešený dvoma metódami (Mařík, 2003, s. 157):

- dvojfázová metóda,
- metódy založené na odhade priemerných temp rastu.

Nasledujúci text sa venuje len dvojfázovej metóde. Prvá fáza zahŕňa obdobie, v ktorom je oceňovateľ schopný prognózovať voľné peňažné toky na každý rok. Na ňu nadväzuje druhá fáza, ktorá pokračuje donekonečna a počíta pokračujúcu hodnotu.

Vzorec pre výpočet hodnoty brutto podniku (Mařík, 2003, s. 158):

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+i_k)^{-t} + PH \cdot (1+i_k)^{-T}$$

kde :

FCF_t – voľný peňažný tok v roku t

T – dĺžka prvej fázy v rokoch

PH – pokračujúca hodnota

i_k – diskontná miera na úrovni WACC

Voľba časového horizontu

Prvá fáza by mala trvať tak dlho (T), aby podnik preukazoval stabilitu obchodov, respektíve ako dĺžka procesu plnenia určitej vízie vedenia. Praktické odporúčania uvádzajú 5 - 7 rokov. Mařík podotýka, že v európskych podmienkach by dlhodobejšie plány boli vo väčšine prípadov zaťažené neúmerným rizikom. „Oceňovateľ by si mal byť vedomý implikácie rôznej doby držby investície, pretože krátke doby držby utvoria výsledok hodnotenia viac závislý na terminálnej hodnote na úkor periodických cash flow“ (Krabec, 2009, s. 207).

Techniky výpočtu pokračujúcej hodnoty

Jeden z dôležitých metodologických problémov tvorí odhad finančných parametrov v rámci analýzy a prognózy generátorov hodnoty, od nich sa odvíjajú peňažné toky, ich súčasná hodnota a predovšetkým veľkosť pokračujúcej hodnoty. Pokračujúca hodnota tvorí často podstatnú časť odhadovanej hodnoty podniku a jej výpočet je založený na predpokladoch stability rastu FCF a základných parametrov (zisková marža, obrat a rentabilita kapitálu, miera investícií, ...).

Základné koncepty výpočtu (perpetuita, Gordonov vzorec, parametrický vzorec) sú postavené na typizovanom vývoji peňažných tokov. Strana dopytu sa však nespráva v súlade so základnými predpokladmi výnosových teórií, resp. trhy ani kontinuálne neexistujú. Výpočet je ďalej závislý na historických a predpokladaných makro ukazovateľoch.

Mařík (2003, s. 159) metodiku výpočtu pokračujúcej hodnoty vedie dvoma smermi, podľa toho, či sa zakladá na diskontovaných príjmoch alebo na nevýnosových modeloch:

- **Gordonov vzorec** sa používa ak sa prvá fáza pohybuje v intervale 4 - 14 rokov a druhá fáza predpokladá stabilný vývoj FCF. Pokračujúca hodnota predstavuje tento nekonečný časový rad FCF:

$$\text{Pokračujúca hodnota v čase } T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde:

T – posledný rok prognózovaného prvého obdobia

i_k – diskontná miera na úrovni WACC

g – tempo rastu FCF počas druhej fázy

FCF – voľný preňažný tok

pričom

$$FCF_{T+1} = FCF_T \cdot (1 + g)$$

- **Parametrický vzorec** založený na faktoroch tvorby hodnoty:

$$\text{Pokračujúca hodnota} = \frac{KPV_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

kde :

KPV_{T+1} – korigovaný VH z hospodárskej činnosti po zdanení
v prvom roku po uplynutí prvej fázy prognózy

r_I – rentabilita čistých investícií

g – predpokladané tempo rastu FCF počas celej druhej fázy

m_I – miera investícií, podiel zisku na čistých investíciách

$$m_I = \frac{g}{r_I} = \frac{\text{Investície netto}}{KPV}$$

pričom :

$$r_I = \frac{KPV_t - KPV_{t-1}}{\Delta K_{t-1}}$$

$KPV_t - KPV_{t-1}$ – celkový prírastok prevádzkového zisku po zdanení

$\Delta K_{t-1} = K_{t-2} - K_{t-1}$ – investície netto, prírastok prevádzkovo nutného investovaného kapitálu v roku $t - 1$ (úctovná hodnota)

Za predpokladu stáleho vývoja miery investícií m_I sú parametrický a Gordonov vzorec z dlhodobého hľadiska zhodné.

Rentabilita čistých investícií r_I vykazuje variabilitu v čase. Odhad r_I pre výpočet budúcej hodnoty preto vychádza z priemernej hodnoty za dlhšie obdobie a predpokladá, že táto sa bude v čase blížiť nákladom kapitálu.

Predpokladáme tiež, že tempo rastu VH z hospodárskej činnosti po zdanení g sa bude pre väčšinu podnikov v dlhom období blížiť k tempu rastu národného hospodárstva.

Korigovaný VH z hospodárskej činnosti po zdanení (KPV) predikujeme extrapoláciou minulého normálneho vývoja vo finančnom pláne. Ak však vývoj zasahuje do konjunktúry alebo recesie, je potrebný subjektívny úsudok oceňovateľa.

- Pre pokračujúcu hodnotu založenú na iných než výnosových modeloch Mařík spomína koncepty výpočtu:
 - likvidačná - reziduálna hodnota za predpokladu ohraničenej životnosti podniku,

- na základe analýzy P/E ratio (z angl. Price/Owner's Equity ratio) porovnateľných podnikov alebo priamo hodnoteného podniku a jeho prognózy do obdobia pokračujúcej hodnoty vieme určiť trhovú hodnotu,
- účtovná hodnota.

1.8 Výpočet diskontnej miery pre metódu DCF entity

Náklady kapitálu tu predstavujú náklady obetovanej príležitosti investorov, či vážený priemer príjmov požadovaných vlastníkmi a veriteľmi podniku (Maříková, 2005, s. 43).

$$WACC = n_{CK} \cdot (1-d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VKz} \cdot \frac{VK}{K}$$

kde :

WACC – weighted average cost of capital , priemerné náklady kapitálu

n_{CK} – očakávaná výnosnosť cudzieho kapitálu veriteľom do doby splatnosti

n_{VKz} – očakávaná výnosnosť vlastného kapitálu vlastníkom , pri danej zadĺženosti

CK – trhovú hodnotu cudzieho kapitálu vloženého do podniku

VK – trhovú hodnotu vlastného kapitálu

K – celková trhovú hodnotu investovaného kapitálu

Teoretické modely zároveň využívané pri výpočte diskontnej miery:

- model oceňovania kapitálových aktív CAPM,
- model kapitálovej štruktúry Millera a Modiglianiho.

Postup výpočtu WACC:

- **Váhy zložiek kapitálu**

Kapitálová štruktúra sa v čase mení, k dispozícii nie je trhovú hodnotu vlastného kapitálu (lepšie je to s cudzím kapitálom), účtovná hodnota je stabilnejšia, ale hlavne v rýchlo sa rozvíjajúcich odvetviach sa môže výrazne líšiť od trhovej.

Tieto problémy stanovenia kapitálovej štruktúry podniku obchádzame základnými výpočtovými metódami:

- orientačnými odhadmi (cieľová štruktúra),
 - odhadom trhovej hodnoty súčasnej štruktúry,
 - na základe štruktúry kapitálu porovnateľných podnikov posúdiť cieľovú štruktúru kapitálu ohodnocovaného podniku v trhových cenách,
 - na základe predstáv vedenia o cieľovej štruktúre financovania v trhových cenách,

- priblížiť sa optimálnej kapitálovej štruktúre na základe minimálnych WACC.
 - iteračnými postupmi. Na základe východiskovej štruktúry (účtovná, cieľová) sa určí hodnota podniku, z tejto zase nová kapitálová štruktúra. Postup sa opakuje, kým sa štruktúra neustáli. Je to dosiaľ najpresnejší odhad váh WACC.
- **Náklady cudzieho kapitálu** určíme ako vážený priemer efektívnych úrokových sadzieb.

V prípade pevne stanovených efektívnych sadzieb platí základný vzorec:

$$\sum_{t=1}^n \frac{U_t \cdot (1+d) + S_t}{(1+i)^t} = D$$

kde:

D – čistá hodnota výpožičky

U_t – úrokové platby za daný časový interval

d – sadzba dane z príjmu

S_t – splátka dlhu listiny za daný časový interval

n – počet období, počas ktorých sa spláca dlh

i – hľadaná výška efektívneho úroku

Tento postup nie je možné použiť, ak aktuálne úrokové miery na kapitálovom trhu sú iné ako tie nominálne, dohodnuté za špecifických podmienok pre danú formu cudzieho kapitálu.

Pri nízkej bonite dlhu sa musí použiť alternatívny postup založený na trhových dátach, teda stanoviť aspoň orientačne rating dlhu a na jeho základe tento dlh priradiť do takej skupiny dlhopisov na trhu, ktorá je zaťažená rovnakým rizikom (Mařík, 2003, s.179).

Zjednodušene sa rating určí na základe úrokového krytia. O odporúčanú prirážku prislúchajúcu k ratingu sa navýši aktuálna výnosnosť štátnych dlhopisov a tak sa odhadne trhovú výnosnosť úverov prijatých podnikom.

- **Náklady na vlastný kapitál** sú dané výnosovými očakávaniami investorov, teda možnými alternatívnymi výnosovými príležitosťami pri porovnateľnom riziku.

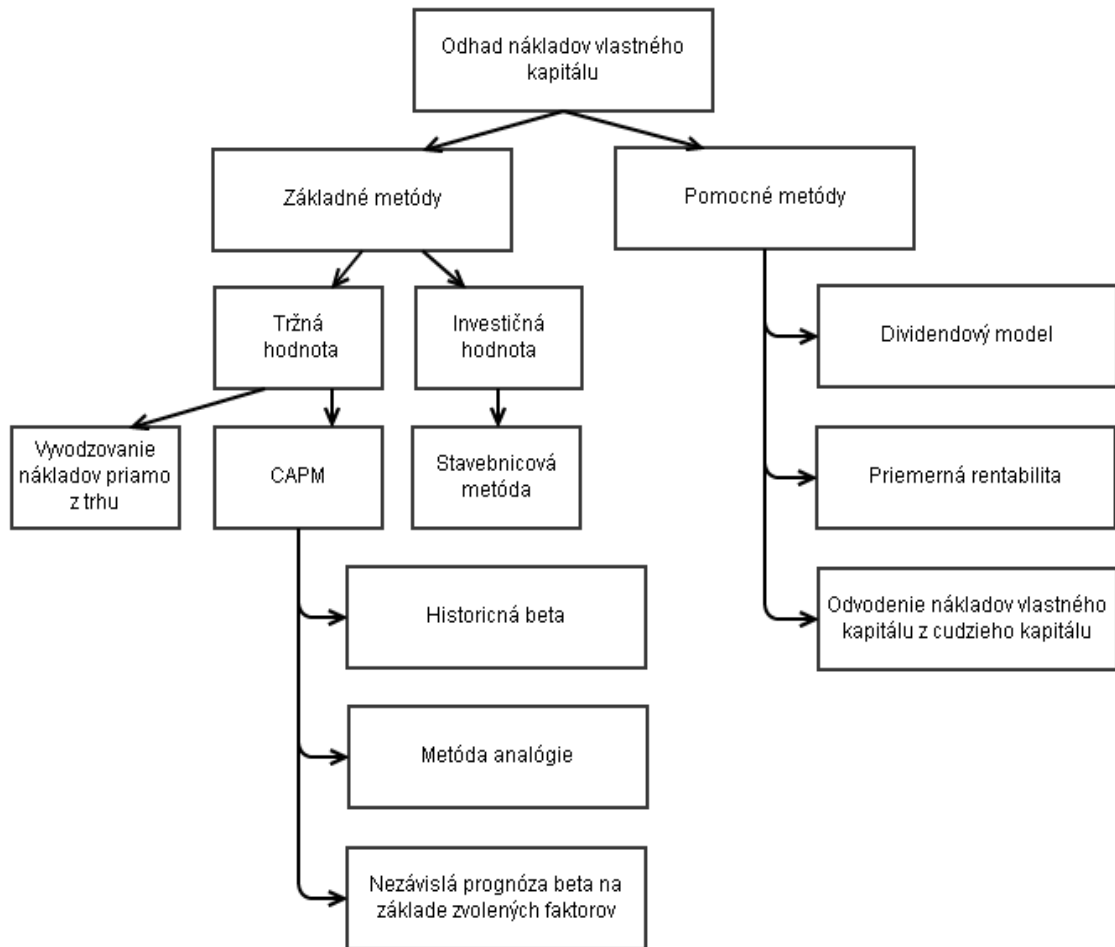


Schéma 6: Prehľad metód pre odhad nákladov vlastného kapitálu (Zdroj: Mařík, 2003, s. 181)

Capital asset pricing model (CAPM)

„CAPM je najpoužívanejší nástroj pre odhad diskontnej miery, respektíve požadovanej výnosnosti z investície do vlastného kapitálu podniku. ... Prémia získaná za investovanie na trhu (trhové riziko) zodpovedá rozdielu medzi očakávanou výnosnosťou z rizikovo optimálneho portfólia a bezrizikovej úrokovej sadzby. Požadovaná výnosnosť z investície sa potom odhaduje na základe vzťahu rizikovosti tejto investície a rizikovosti trhu. Práve koeficient beta je normovanou mierou systematického rizika kapitálovej investície vo vzťahu k trhovému portfóliu (nesystematické riziko je eliminované dostupnou optimalizáciou portfólia bez transakčných nákladov) (Krabec, 2009, s. 126-127).

Podľa vzťahu pre očakávanú priemernú výkonnosť cenného papiera platí (Mařík, 2003, s. 182):

$$E(R_A) = r_f + (E(R_M) - r_f) \cdot \beta_A$$

kde:

$E(R_A)$ – stredná očakávaná výnosnosť cenného papiera A

$E(R_M)$ – stredná očakávaná výnosnosť kapitálového trhu M

r_f – bezriziková výnosnosť

β_A – relatívna rizikovosť cenného papiera A vzhľadom na trh M

Výsledná očakávaná výnosnosť cenného papiera podniku je hľadaný náklad vlastného kapitálu n_{VK} . Koeficient beta je jediný faktor, ktorý sa viaže na podnik.

Bezriziková miera r_f je výnosnosť dlhodobých štátnych dlhopisov obvykle s expiráciou cca 10 rokov, pričom sa odporúča použiť priemernú výnosnosť skupiny dlhopisov.

Riziková prémie trhu vyjadruje výnosové ohodnotenie rizikovosti trhového portfólia oproti bezrizikovému. Budúce prémie odhadujeme na základe historických dát kapitálového trhu. Mařík (2003, s. 159) odporúča geometrický priemer čo najdlhšieho časového radu národných akciových indexov alebo dát amerického kapitálového trhu vhodne upravených na podmienky národného trhu.

Metódy odhadu koeficientu beta

- prognóza beta na základe historických hodnôt.

Predpokladá stálosť vývoja koeficientu, čo však i na stabilných trhoch nie je bežné. Historická beta sa dá určiť len pre obchodované akciové spoločnosti. Za spoľahlivé môžeme považovať len beta prepočítané z USA a britských kapitálových trhov. Riziko je vyjadrené smerodajnou odchýlkou výnosnosti cenného papiera od jeho priemernej výkonnosti. Zahŕňa len riziko systematické, keďže tento model predpokladá dokonalý trh a možnosť diverzifikácie nesystematického rizika (Mařík, 2003, s. 182-183) Pre beta platí:

$$\beta_A = \frac{\text{cov}(R_A, R_M)}{S_M^2}$$

kde:

$\text{cov}(R_A, R_M)$ – kovariancia výnosnosti cenného papiera A a trhového portfólia M

S_M^2 – rozptyl výnosnosti trhového portfólia

- Metóda analógie

Využíva beta podobných podnikov, ktoré sú obchodované a ich činnosť nie je diverzifikovaná. Variantne môžeme využiť údaje za daný odbor či odvetvie a zohľadniť špecifiká týchto priemerných dát.

- Odhad beta na základe analýzy faktorov

Metóda vhodná na doplnenie predchádzajúcich dvoch. Faktory s podstatným vplyvom na beta sú oblasť podnikania, prevádzková páka, finančná páka.

Aby bolo možné prognózovať beta na základe metódy fundamentálnych faktorov, museli by byť dostupné dáta z efektívneho kapitálového trhu a výpočet prispôbený slovenským podmienkam.

Prognóza beta na základe analýzy prevádzkového a finančného rizika sa zdá byť vhodnejšia na naše podmienky. Zakladá sa na odhade obchodného (v zásade citlivosť prevádzkového zisku na národohospodárske ukazovatele) a finančného rizika (predstavuje miera zadĺženia podniku, ktorá pôsobí na kolísanie peňažných tokov v dôsledku fixných záväzkov plynúcich zo štruktúry financovania podniku). Nesystematické riziko odporúča Mařík zohľadniť pomocou analýzy scenárov (2003, s. 196).

Stavebnicová metóda výpočtu nákladov vlastného kapitálu

Diskontná miera podľa stavebnicovej metódy by mala byť väčšia od CAPM o nesystematické riziko. Podľa Maříka je stavebnicová metóda nástrojom netrhového (hlavne subjektívneho) ohodnocovania podniku. Ako kontrolný prepočet sa môže použiť aj pri trhovom. Táto metóda neodvodzuje diskontnú mieru z kapitálového trhu, ale ako súčet niekoľkých rizikových prirážok (faktory obchodného a finančného rizika) (2003, s. 216).

2 Charakteristika podniku

CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a. s. (ďalej len Environchem) vznikol ako dcérska spoločnosť v roku 1997 z bývalej divízie spracovania druhotných surovín CHEMOSVIT, a. s. a je zapísaný v obchodnom registri OS Prešov, Sa 10028/P. Podnik sídli v obci Svit, Slovenská republika. CHEMOSVIT, a.s. vlastní 100 % kmeňových akcií podniku. Základné imanie k 31.12.2010 je 730 266 EUR.

Poslaním podniku je zabezpečovanie komplexného riešenia odpadového hospodárstva (nakladania s odpadmi) pre podniky skupiny CHEMOSVIT, a.s., ktoré sa zaoberajú výrobou vlákien, flexibilných obalových materiálov, fólií, produktov z plastov, energií, ďalej balením výrobkov, strojárskymi, údržbárskymi, lízingovými, upratovacími a rekreačnými činnosťami.

Víziou podniku je dokázať efektívne a dokonale uspokojovať potreby a požiadavky jej záujmových skupín (zákazníci, dodávatelia, vlastníci, zamestnanci) (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., 2011).

Logo podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.

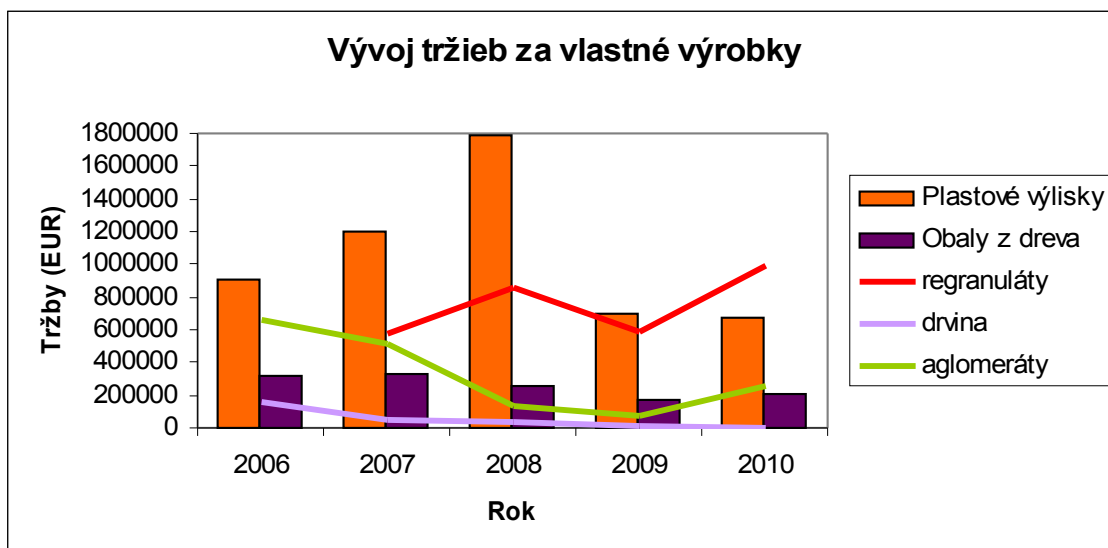


Predmet činností

Environchem spadá do sekcie NACE 22.2 podľa National classification of economic activities (viď. kapitola Legislatívne vplyvy). Predmet podnikania zahŕňa nakladanie s odpadom, výrobu základných organických chemických látok, výrobu obalov, výrobkov, platní a profilov z plastov a výrobu drevených obalov.

Nosnou aktivitou podniku je výroba a predaj produktov z plastov na báze polypropylénu (PP) a polyetylénu (PE), vo forme recyklátov z odpadov PP a PE, resp. kombinovaných plastových odpadov z produkcie skupiny CHEMOSVIT, a.s. (hlavne TERICHEM, a.s., CHEMOSVIT FOLIE, a.s. a CHEMOSVIT FIBROCHEM, a.s.), ako aj vybraných druhov plastových odpadov od externých producentov.

Tržby za vlastné výrobky zobrazuje nasledujúci Graf 1.



Graf 1: Vývoj tržieb za vlastné výrobky Environchemu v rokoch 2006-2010 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Podnik poskytuje služby v oblasti prepracovania dodaného odpadu na požadovaný recyklát (regranulát, aglomerát, drvína). Recykláty vo forme polotovarov zapracováva do vstrekovýliskov. Taktiež sa spoločnosť zaoberá výrobou drevených obalov a rámov pre balenie výrobkov vyrábaných v skupine Chemosvit, ako aj pre externých zákazníkov podľa ich požiadaviek

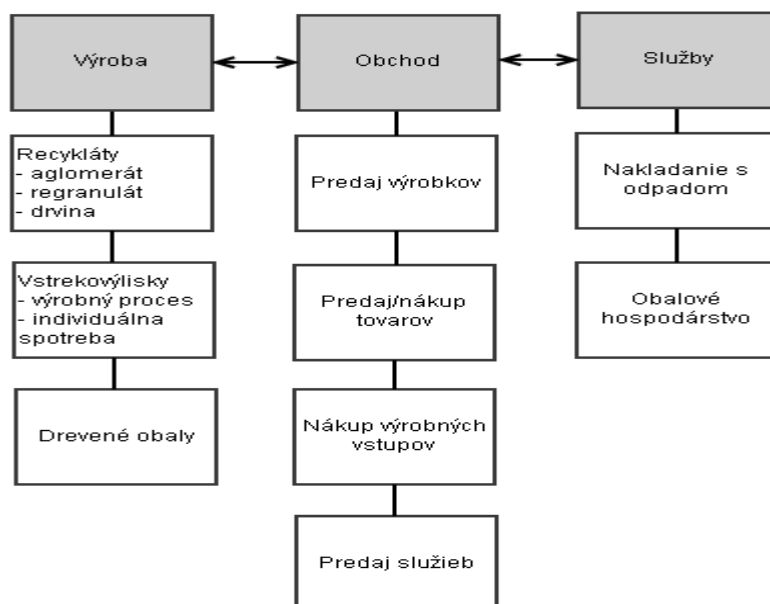


Schéma 7: Aktivity podniku (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Technologické vybavenie

Hlavné činnosti podnikania sú podporované technickým a technologickým vybavením (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.):

- pri recyklácii sú odpady na báze PP a PE spracovávané:
 - dvomi aglomeračnými linkami (výstupom je nehomogénny aglomerát, bez odvákuovania, s nízkou degradáciou plastu),
 - regranulačnou linkou (výstupom je homogénny regranulát, s odvákuovaním, s vyššou degradáciou plastu),
 - mlynom (výstupom je drvina),
- pri vstrekolisovaní sú recykláty a modifikátory (odľahčenie výrobku, nehorľavá úprava, UV stabilizácia, ...) spracovávané:
 - piatimi vstrekolismi (výstupom je vstrekovýlisok).

Špecifické podmienky výrobného procesu

Materiálové vstupy a výrobný proces majú nasledujúce špecifiká (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.):

- odpady z výroby podnikov skupiny Chemosvit nie sú prioritne presmerované do Environchemu na spracovanie, odberateľsko-dodávateľské vzťahy v rámci skupiny fungujú na trhovom princípe,
- nedostatočné triedenie do skupín u pôvodcu odpadu z hľadiska objemu i kvality triedenia, zmes odpadov je potrebné triediť vlastnými kapacitami,
- neštandardný postup výrobného procesu: vstup (druhotná surovina) nie je produkovaný v štruktúre a objeme potrieb odberateľov Environchemu, ale je technologicky daný u pôvodcu,
- potreba pružnej reakcie pri recyklácii a vstrekolisovaní podľa zloženia materiálových vstupov, príprava vhodnej zmesi a realizácia vhodného technologického postupu vyžaduje odbornosť a skúsenosti zamestnancov.

Technologický postup

Pred *drvením* je pevný odpad vizuálne, ako aj detektorom kovov prekontrolovaný. Pevný odpad sa zomelie v drviacom mlyne, pomocou pseudopravy sa vyrobená drtina vrecuje do žochov, odváža a expeduje.

Pri aglomerácii sa vytriedený a zlisovaný fóliový odpad z miesta jeho vzniku dopravuje do výrobnjej aglomeračnej haly. Tu je zlisovaný odpad predsekávaný na zariadení gilotínového typu. Odpad je následne dávkovaný do predrezávacieho mlyna. Vločky narezaného odpadu sú dopravované do zásobníka plastifikátora. Pomocou pečovacej závitovky sú tlačené do osi plastifikačných kotúčov. Tu vplyvom trecích síl dochádza ku plastifikácii materiálu. Krátke struny v plastickom stave sú dopravované do dorezávacieho mlyna, kedy sa zároveň chladia. V dorezávacom mlyne sa struny porežú na hotový aglomerát, ktorý prichádza do plničky vriec. Aglomerát sa vrecuje, váži, vrecia sa zvárajú a paletizujú.

Pri *regranulácii* surovina prechádza cez detektor kovov do dávkovača, z ktorého smeruje do drviča s hydraulickým vytláčaním a následne do jednošnekového extrúdera s odvádzaním plynov. Z extrúdera je tavenina cez vertikálnu dierovú platňu vytláčaná a následne nožmi stieraná do vody, kde je samotný regranulát odstredovaný a smerovaný do zásobníka. Regranulát sa vrecuje do BIG-BAG alebo PE vriec.

Surovina sa dávkuje do kónického miešača, premieša sa a dávkuje do zásobníka vstrekolisu. Cyklus *vstrekovania* začína roztavením materiálu v extrúderi vstrekolisu a jeho intrúziou do vyhrievaného adaptéra. Potrebný objem sa nastaví podľa hmotnosti vyrábaného výlisu. Tavenina sa z adaptéra vstreknú do vstrekovacej formy pomocou dusíka. Výlisok sa potrebnú dobu chladí vo forme, vyklopí sa, nechá sa voľne dochladieť, aby nedošlo k jeho deformácii, orežú a zažehlia sa nátoky taveniny. Hotové výrobky sa uložia na paletu a zabalia podľa baliaceho predpisu.

3 Strategická analýza

„Základom formulácie stratégie podniku je nájdenie súvislostí medzi podnikom a okolím. Proces formulácie je zložitý proces, ktorý vyžaduje systematický prístup na identifikáciu a analýzu vonkajších faktorov pôsobiacich na podnik a ich konfrontáciu so zdrojmi a schopnosťami podniku. Hlavným účelom stratégie je pripraviť podnik na všetky situácie, ktoré s veľkou pravdepodobnosťou môžu nastať.“ Postup zahŕňa rôzne analytické techniky (Sedláčková, 2000, s. 3). Pre účely ohodnocovania podniku je výstupom strategickej analýzy konštatovanie o predpoklade jeho pokračujúcej existencie ako podnikateľského subjektu, o schopnosti čeliť hrozbám trhu a predpoklad vývoja tržieb.

3.1 Analýza makroprostredia

Analýza okolia identifikuje a rozoberá faktory, vývoj ich trendov, ktoré ovplyvňujú strategickú pozíciu podniku a vytvárajú potenciálne príležitosti a hrozby. Požadovaný objem informácií závisí od vecných a personálnych okolností podniku. Cieľom nie je čo najširší okruh vplyvov, ale komplexné zachytenie tých najpodstatnejších (Sedláčková, 2000, s. 8).

Pomocou metódy PEST analýzy identifikujeme oblasti zmien, ktoré podnik nemá možnosť ovplyvniť, ale na základe ich analýzy môže predikovať trendy a pripraviť sa na alternatívy.

3.1.1 Legislatívne vplyvy

Významný dopad na rozvoj priemyslu mal vstup Slovenskej republiky do Európskej únie (EÚ) v máji 2004, ktorý umožnil jednoduchší vstup nadnárodných spoločností na slovenský trh, ale aj povinnosť zosúladenia európskej a slovenskej legislatívy.

Odvetvová klasifikácia ekonomických činností (OKEČ) prešla v januári 2009 na nový systém Nomenklatúry ekonomických činností v Európskych spoločenstvách (SK NACE Rev. 2). SK NACE Rev. 2 je adaptáciou verzie NACE Revision 2, ktorá bola vydaná nariadením Európskeho Parlamentu a Rady č. 1893/2006. Používanie tejto klasifikácie je v oblasti štatistiky pre všetky členské štáty Európskej únie záväzné. Chemický

priemysel je organizovaný v NACE 19 až NACE 22 (NACE 22 – Výroba výrobkov z gumy a plasty) (MH SR, 2008). NACE 22.2 zahŕňa spracovanie nových alebo odpadových (recyklovaných) plastov do polotovarov alebo konečných produktov, napríklad s použitím procesov ako lisovanie, vytlačanie, vstrekovanie, vyfukovanie a liatie. Týmto výrobnými procesmi je vyprodukovaná široká škála produktov. Environchem sa tak preklasifikoval z kategórie OKEČ-25240 do skupiny NACE-22.290.

V júni 2007 vstúpilo do platnosti nariadenie Európskej únie (ES) č. 1907/2006 z 18.12.2006 o registrácii, hodnotení, autorizácii a obmedzovaní chemických látok (REACH). Slovenská adaptácia je v zákone NR SR č. 163/2001 Z.z. (posledná novela je zákon NR SR č. 405/2008 Z. z.). Nariadenie ukladá povinnosť podrobiť testovaniu každú chemickú látku, ktorá sa vyrába alebo využíva v podnikoch na ďalšie spracovanie v objeme väčšom ako tona ročne. V EÚ by sa malo zaregistrovať približne 30 tis. chemických látok. Najnebezpečnejšie karcinogény, mutagény či toxíny majú tvoriť desatinu. Na Slovensku sa vyrába 800 chemických látok, ďalšie stovky sa importujú (Haluzá, 2008). Niektoré podniky, a to najmä divízie NACE 20 budú musieť prehodnotiť svoj výrobný program a nákladne obmeniť menej nebezpečnými chemickými látkami. Slovenský chemický priemysel odhaduje náklady na zavedenie tejto legislatívy 32 mil. EUR ročne. Požiadavky REACH bude nutné splniť do desiatich rokov (SARIO, 2009). Toto nariadenie by teda mohlo zaťažiť podniky skupiny Chemosvit, ako spracovateľov rafinérskych ropných produktov.

Významnú úlohu pri zmene prístupu k odpadom komerčných subjektov priniesla novelizácia zákona č. 223/ 2001 Z.z. o odpadoch. Podľa nej je totiž za odpad zodpovedný jeho pôvodca. Pôvodca odpadu je každý, koho činnosťou odpad vzniká, alebo ten, kto vykonáva úpravu, zmiešavanie alebo iné úkony s odpadmi (Cveček, 2003). Úlohou Recyklačného fondu (RF) je v zásade dotovať podniky a obce v oblasti odpadového hospodárstva a riešiť otázku historického odpadu (Cveček, 2004).

Zákon NR SR č. 137/2010 Z. z. o ovzduší nahradil pôvodnú právnu úpravu - zákon o ovzduší č. 478/2002 Z. z. Špecifické emisné limity pre určité technológie

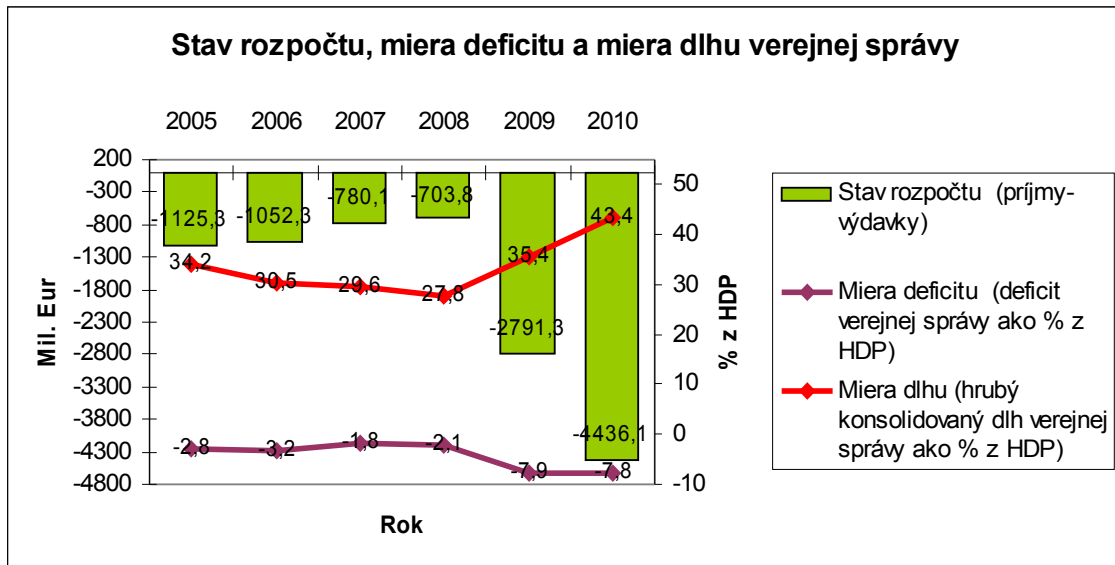
v pripravovaných vyhláškach vychádzajú z doterajšej právnej úpravy, zo súčasného stavu techniky a z požiadaviek právnych predpisov okolitých štátov, ako aj z medzinárodných záväzkov SR (ASPEC, 2010, s. 4). Prípustná miera znečisťovania priemyselnými činnosťami, ktoré spadajú pod integrované povoľovanie má zodpovedať najlepšej dostupnej technike (Best available techniques - BAT). Pri striktnom uplatňovaní princípov BAT sa očakávajú ekonomické prínosy 7 až 28 mld. EUR ročne, zníženia predčasnej úmrtnosti o 13 až 125 tis. životov, zníženie eutrofizácie a acidifikácie. Jednoduchšie zavádzanie BAT by pomohlo odstrániť konkurenčnú nerovnováhu v rámci Európskej únie. Na Slovensku sú predovšetkým v oblasti priemyslu, viaceré prevádzky so zariadeniami na hranici životnosti, je preto oprávnený predpoklad vysokej ekonomickej náročnosti zosúladenia s BAT. Hodnoty emisných limitov uvedené v prílohách smernice sú len minimálnymi požiadavkami pre udelenie výnimky, ktorá môže byť udelená len výnimočne, vo väčšine prípadov musia byť nevyhovujúce zariadenia vyradené ihneď (ASPEC, 2010, s. 34). Pre Environchem z tejto právnej úpravy nevyplývajú žiadne obmedzenia, keďže disponuje vyspelým technologickým vybavením. Naopak, obmedzuje sa spaľovanie odpadov, napr. aj v prospech recyklácie.

3.1.2 Politické vplyvy

Európska komisia sa v súvislosti s hospodárskou situáciou niektorých členských štátov (Španielsko, Grécko, Portugalsko) zaoberá možnosťou zvýšenia finančných prostriedkov v eurovale na dvojnásobok. V tom sa v roku 2010 nachádzalo 750 mld. EUR. Mohlo by to spôsobiť zvýšenie existenčných rizík pre euromenu (znižovanie jej relatívnej hodnoty), vyššie náklady pre štát, zvýšia sa rizikové prirážky na celý slovenský dlh (Bariak, 2010). Keďže Environchem exportuje hlavne do krajín s domácou menou (Česká republika, Poľsko), prípadné oslabovanie eura vyvoláva kurzové straty.

Rozpočtová disciplína vlády viedla k verejnemu dlhu SR v roku 2008 vo výške 27,7% HDP. Zníženie príjmov a nehospodárne konanie pri verejných nákupoch tovarov a služieb a nezavedenie centrálného obstarávania viedlo počas dvoch rokov k zvýšeniu

slovenského verejného dlhu nad 40 % HDP. Podľa inštitútu pre ekonomické a sociálne reformy zaťažia PPP projekty v oblasti dopravnej infraštruktúry rozpočet v budúcnosti.



Graf 2: Stav štátneho rozpočtu, miera deficitu a miera dlhu verejnej správy SR v rokoch 2005-2010 (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)

V porovnaní s inými európskymi krajinami bol dlh Slovenska nižší. RÚZ však upozorňuje na to, že tempo rastu dlhu je na Slovensku najvyššie z okolitých krajín (Luppová, 2010). Na neefektívnosť protikrízových opatrení ľavicovej vlády upozornili aj analytici. Najviac kritizovanými krokmi sú šrotovné a sociálny rozpočet (počet reforiem ku koncu roka 2009 bol 38 – viac než v krajinách, ktoré boli v recesii).

Celkové systematické riziko je na Slovensku relatívne malé. Euler Hermes Kreditversicherungs AG ohodnotilo krajinu k marcu 2011 stupňom AA, čo predstavuje veľmi dobré hodnotenie rizika krátkodobej podnikateľskej platobnej neschopnosti spôsobenej politickými a/alebo ekonomickými faktormi.

Podľa tohto hodnotenia je Slovenská republika dobre ukotvenou parlamentnou demokraciou s členstvom v EU, NATO, OECD a WTO. Pretrvávajúcou hrozbou je pomalé súdne konanie. Odhliadnuc od sporadických konfliktov s Rakúskom a Maďarskom, prevládajú dobré regionálne a medzinárodné vzťahy (Euler Hermes, 2011). Hodnotenie podnikateľského prostredia Slovenska má v kontexte ohodnocovania podniku vplyv na výpočet nákladov vlastného kapitálu.

3.1.3 Ekonomické vplyvy

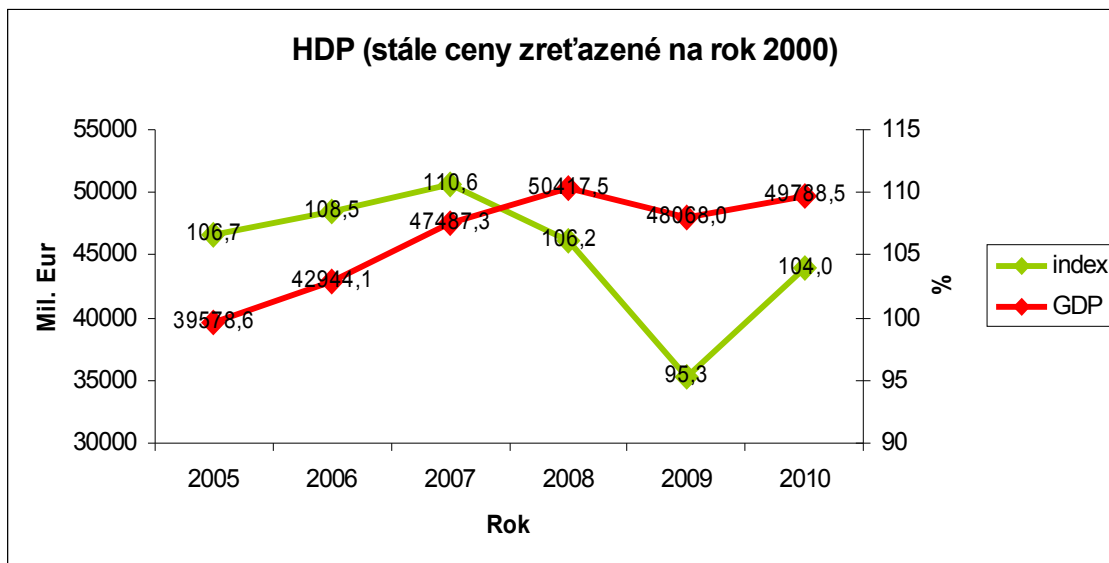
Posledné desaťročie je charakteristické výraznými trendmi (SARIO, 2009):

- zosilnenie pozície ázijskej konkurencie,
- rast slovenskej ekonomiky vplyvom prílevu zahraničných investícií,
- posilňovanie SKK, ktoré malo negatívny vplyv na slovenský export,
- vstup Slovenska do eurozóny,
- globalizačné tendencie,
- výkyvy cien potravín a fosílnych palív (Príloha 2),
- rozmach priemyselných sektorov (automobilový a elektrotechnický) vďaka zahraničným investíciám.

Cena severomorskej ropy Brent (Graf 9 v Prílohe 2), podľa ktorej sa oceňuje 65 % svetových dodávok tejto suroviny, dosiahla vo februári 2011 120 USD za barel, čo je hodnota, na ktorej sa naposledy obchodovala v auguste 2008. Americká ľahká ropa West Texas Intermediate (WTI) prekročila 100 USD za barel. Trhy sú v napätí z revolúcií v Egypte, Líbyi a z rozšírenia revolúcie do kľúčovejších krajín vyvážajúcich ropu, najmä do Saudskej Arábie. Spúšťačmi demonštrácií boli najvyššie ceny potravín za najmenej 21 rokov a vysoká nezamestnanosť, ktorá v arabských krajinách dosahuje takmer 3-násobok celosvetového priemeru. Prípadné demonštrácie a nepokoje by spôsobili výpadky v produkcii (Debnár, 2011). Zvyšovanie ceny ropy a ropných produktov zvyšuje náklady na vstupné suroviny výrobných podnikov CHEMOSVIT, a.s., ale zároveň znižuje relatívnu cenu recyklátov voči primárnym surovinám, a tým zlepšuje konkurenčnú pozíciu Environchemu.

Rast HDP Slovenskej republiky moderoval v priebehu roka 2010 z 4,7 % v 1. štvrtroku na 3,5 % v 4. štvrtroku. Za celý rok 2010 vzrástlo HDP o 4 % (silné oživenie v Nemecku o 2,2 % Q2/Q1 2010), po poklese o 4,8 % v roku 2009, a to hlavne pre nižší zahraničný dopyt, výpadok výroby v kľúčových podnikoch počas plynovej krízy (január 2009), prepád čistého exportu, zníženie produkcie exportne orientovaných podnikov, nižšia produkcia mala za následok aj pokles zamestnanosti. Vývoz sa v roku 2010 zvýšil

o 16,4 % a dovoz o 14,9 %. Investície vzrástli o 3,6 % a verejné výdavky len o 0,1 %, zatiaľ čo súkromná spotreba pokračovala v poklese o 0,3 %.

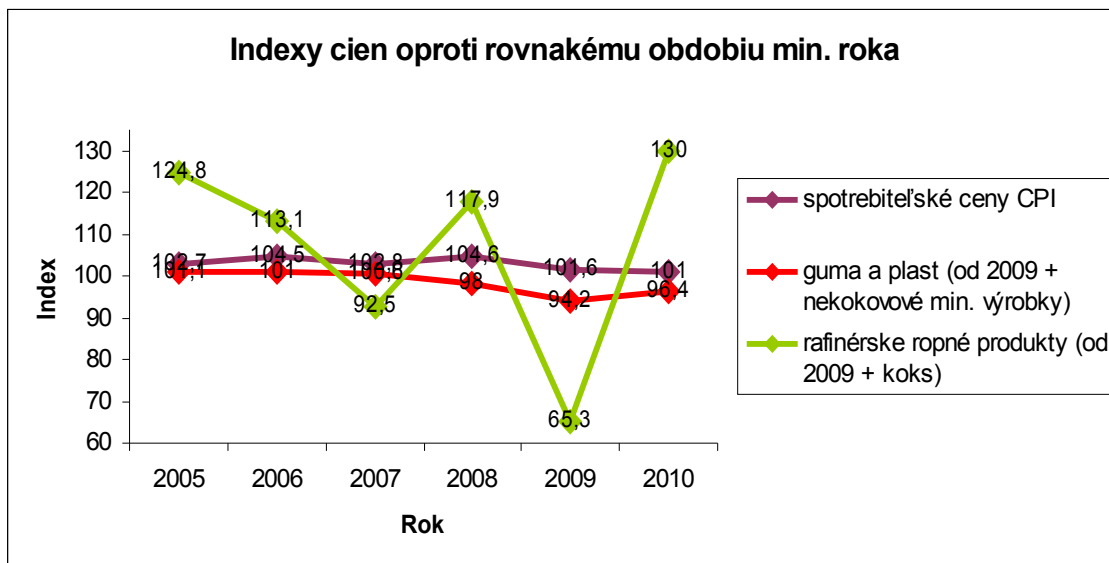


Graf 3: Medziročný vývoj HDP SR v rokoch 2005-2010 (bázický rok cien 2000) (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)

Očakávaný rast HDP spomalí na približne 3,5 % v roku 2011, ovplyvnený fiškálnou konsolidáciou a slabším zahraničným dopytom (Euler Hermes, 2011). Domácej ekonomike by pomohlo vyrásť najmä to, čo jej v čase prepadu neprospievalo: jej otvorenosť. HDP bude naberať rastové tempo v reakcii na oživenie u európskych obchodných partnerov. Z prognózy rastu HDP Slovenska vychádza predikcia vývoja relevantného trhu hodnoteného podniku a aj metóda DCF pri výpočte pokračujúcej hodnoty.

Od januára 2009, kedy Slovensko prijalo euro, prešla monetárna politika do právomoci Európskej centrálnej banky. Okrem straty kurzového rizika, by ako stimul pre podnikanie mohli pôsobiť nižšie úrokové sadzby (Múčka, 2008). Inflácia zostala pod kontrolou napriek rastúcim cenám potravín a energií (vid'. Graf 4), s vrcholom 4,6 % v roku 2008. Podľa Národnej banky Slovenska presiahla v štvrtom mesiaci 2011 hodnotu 3,6 % (NBS, 2011). Prípadné zvyšovanie cien potravín, ktoré by vyvolalo ich zníženú spotrebu, by taktiež mohlo mať dopad na objem výroby plastových fólií pre

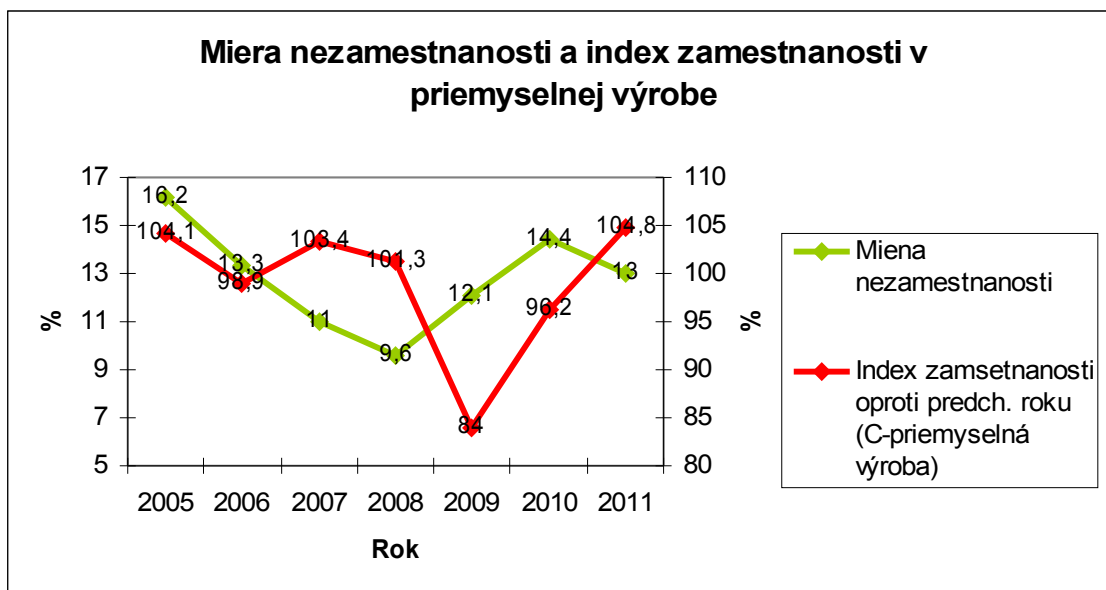
potravinárstvo skupinou Chemosvit. Následne by sa znížil aj objem produkovaného technologického odpadu.



Graf 4: Indexy cien oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho. roka za obdobie 2005-2010 (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)

Nezamestnanosť kulminovala v roku 2010 na 14 % a jej znižovanie by malo byť len postupné (ij, 2009). Do roku 2005 zamestnanosť v chemickom sektore neustále klesala až pod hranicu 32 tis. zamestnancov. V roku 2007 už veľké chemické firmy zamestnávali vyše 34 tis. zamestnancov. Vo výrobe plastov zamestnávali takmer 15 tis. zamestnancov, dvakrát viac ako v roku 2000 (Haluzka, 2008).

Mzdy predstavujú významnú nákladovú položku podniku a dôležitý zdroj domáceho dopytu po tom, ako sa rast nových pracovných miest v roku 2008 prakticky zastavil (mm, 2008). Priemerná nominálna mesačná mzda zamestnanca hospodárstva dosiahla v 2. štvrtroku 2009 732,50 EUR (medziročný rast 2,8 %) (Sirota, 2009). Medziročne v roku 2010 vzrástla o 3,8 % na 844 EUR. Kvôli nízkej inflácii priemerná reálna mzda stúpla o 2,7 % (ČTK, 2011).



Graf 5: Miera nezamestnanosti a index zamestnanosti v priemyselnej výrobe v rokoch 2005-2010 (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)

Hlavnými exportnými komoditami v roku 2009 boli stroje a transportné zariadenia (55,5 % z celkového exportu), vyrobené medziprodukty (18,5 %), vyrobený spotrebný tovar (10,5 %), chemikálie (4,5 %), a to hlavne na trhy EÚ 27 (85 % z celkového exportu v roku 2008), Nemecka (19,5 %), Českej republiky (13 %) a Francúzska (6,5 %). Vysoká závislosť na exporte zvýšila citlivosť krajiny na vonkajšie ekonomické výkyvy. Slovenský chemický priemysel je dosť výrazne orientovaný na export, a to hlavne v divíziách NACE 20 (Výroba chemikálií, chemických produktov) a NACE 22 (Výroba výrobkov z gumy a plasty). Významná časť produkcie podnikov CHEMOSVIT, a.s. sa exportuje, konkrétne Environchem viac ako 50 % celkového objemu (viď. Tabuľka 18). Preto v zásade všetky faktory, ktoré ovplyvňujú objem exportu chemického priemyslu (napr. oslabovanie eura), majú dopad aj na Environchem.

Hlavnými importovanými komoditami v roku 2009 boli stroje a transportné zariadenia (42,5 % z celkového importu), vyrobené medziprodukty (15 %), palivo (12 %), chemikálie (9,5 %), a to hlavne z trhov EU 27 (67 %), Nemecka (19,5 %), Českej republiky (17,5 %) a Ruska (10,5 %) (Stamer, 2010).

3.1.4 Technologické vplyvy

Hlavným výstupom publikácie European Innovation Scoreboard 2008 – Comparative Analysis of Innovation Performance, January 2009 je hodnotenie krajín v oblasti inovačnej výkonnosti vyjadreného hodnotou tzv. sumárneho inovačného indexu. Slovensko patrí do kategórie Dobiehajúce (najhoršie hodnotenie).

Je to dôsledkom slabého R&D systému, ktorý neumožňuje kooperáciu medzi akademickou sférou a priemyslom. Hodnota hrubých výdajov štátu na R&D bola v roku 2007 0,49% HDP (Graf 10 v Prílohe 2). Slovensko nemá žiadnu národnú ani regionálnu inovačnú radu alebo výbor. Podiel firiem na inovačných aktivitách sa zvýšil z 19% na 23% v 2000-2004, stále je to len skoro polovica priemeru EÚ 27 (MH SR, 2009, s. 14).

3.2 Analýza mikroprostredia

„Prosperita podnikov je závislá na intenzívnej komunikácii s trhovými partnermi, na schopnosti včas rozpoznať a reagovať na nové požiadavky, na schopnosti uspokojovať potreby účinnejšie a efektívnejšie ako konkurencia a na schopnosti vytvárať nové trhové príležitosti. Zdrojom poznania optimálnej orientácie podniku je systémová analýza odvetvia a konkurenčných síl“ (Sedláčková, 2000, s. 22). Nasledujúci text sa venuje skupine CHEMOSVIT, a.s. a chemickému priemyslu v SR.

3.2.1 Skupina CHEMOSVIT, a.s.

CHEMOSVIT, a.s. sa začal deliť na konci 90. rokov. Ako prvé vznikli dnes najväčšie dcérske spoločnosti TERICHEM, a.s., Svit a CHEMOSVIT FIBROCHEM, a.s., Svit. Postupne sa vytvorila skupina firiem na Slovensku, Ukrajine, Česku.

Tabuľka 2: Kapitálová účasť CHEMOSVITu, a.s. (50% a viac) (Zdroj: CHEMOSVIT, a.s., 2011, vlastné spracovanie)

Dcérska spoločnosť	Podiel (%)	Činnosť
CHEMOSVIT FIBROCHEM, a.s.	70	polypropylénové vlákna
CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	100	produkty z plastov
CHEMOSVIT FOLIE, a.s.	100	obalové materiály
LUCKCHIM LUCK (Ukrajina)	100	výroba obalových fólií
CHEMOSVIT BOHEMIA (ČR)	66	flexibilné fólie a obaly
CHEMPACK, a.s.	100	baliace činnosti
STROJCHEM, a.s.	100	strojárske produkty, baliace automaty
TERICHEM, a.s.	50	fólie pre elektrotechnický priemysel
TERICHEM-LUCK (Ukrajina)	50	fólie pre elektrotechnický priemysel
LUCKPLASTMAS (Ukrajina)	82,3	produkty z plastov

Silnou stránkou skupiny Chemosvit je potlač a zošľachtovanie plastu a produkcia základnej fólie. Spoločné výrobné kapacity a vysoká spotreba granulátu, posilňujú vyjednávaciu silu skupiny. Granulát je nakupovaný väčšinou od SLOVNAFT, a.s., Bratislava, a je ďalej spracúvaný. Pre flexibilný chod podnikov je obstarávaná aj základná fólia, ročne cca 5 tis. ton (Sobinkovič, 2004). Významná časť produkcie skupiny Chemosvit sa exportuje (napr. CHEMOSVIT FIBROCHEM, a.s. 90 % v roku 2007, CHEMPACK, a.s. 50 % v roku 2007, CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. 75 % v roku 2008) (Informačný spravodajca CHEMOSVIT).

Podľa podpredsedu predstavenstva Vladimíra Baloga je výhodou skupiny širšie portfólio činností. Pri optimalizácii a racionalizácii výrobných nákladov sa spolieha prevažne na služby dcérskych spoločností, na ktorých riadení sa podieľa aj predstavenstvo materskej firmy (Sobinkovič, 2004). V nasledujúcich podkapitolách budú spomenuté najväčšie podniky skupiny Chemosvit, hlavní dodávatelia plastového odpadu pre Environchem (v roku 2009 cca 3800 ton) (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., 2011).

CHEMOSVIT FIBROCHEM, a.s. vďaka talianskemu spoluvlastníkovi Ambra (od roku 2004 – 30 %) vyváža do Talianska (tretina vyrobeného vlákna) a Poľska (Haluzá, 2005). Fibrochem vyrába aj polypropylénový textilný hodváb, z čoho 92% exportuje do zahraničia (CHEMOSVIT, a.s., 2011). V. Balog však vidí pre firmu perspektívu najmä v automobilovom priemysle, predovšetkým vďaka prísnejším kritériám v oblasti recyklácie áut a ich jednotlivých komponentov. Polypropylénové vlákna z Fibrochemu

patria k ekologickým produktom a môžu sa používať do vnútorných výplní motorových vozidiel. Toto vlákno sa v textilnom priemysle ešte len začína presadzovať, lebo výroba je zložitá, a tak ázijské výrobky nepredstavujú konkurenciu ako pri polyamidovom či polyesterovom vlákne (Sabinkovič, 2005).

TERICHEM, a.s. je dcéra spoločností CHEMOSVIT, a.s. a fínskeho AB Rani Plast OY (od roku 1995 – 50 %). V rámci skupiny Chemosvit ide dlhodobo o jednu z najvýkonnejších a najziskovejších prevádzok. Do portfólia produktov sa zaraďujú plastové fólie najmä pre potravinárstvo a do priemyselných kondenzátorov. Dcérskou spoločnosťou je závod na Ukrajine TERICHEM LUCK (od roku 1999). V roku 2010 spoločnosť zamestnávala takmer 400 ľudí, z toho 220 na Slovensku a bol dosiahnutý obrat vyše 46 mil. EUR. Kapacita oboch závodov dosiahla vyše 21,5 tis. ton plastových fólií v roku 2010 (CHEMOSVIT, a.s., 2011). Nová linka by mala mať kapacitu 30 až 40 tis.ton ročne. Do obnovy a automatizácie sa ročne investuje asi 2 mil. EUR (ORF, 2008). V roku 2004 bola rekonštruovaná rezacia linka, zavedené digitálne riadené pohony. Automatizáciou sa zvýšila kapacita starej výrobnéj linky z 5 tis. ton na 11 tis. ton. V potravinárstve sú najväčší klienti Terichemu tabakové spoločnosti. Menšia časť produkcie ide na ďalšie spracovanie do skupiny Chemosvit, kde sa obaly aj potláčajú. TERICHEM, a.s. exportuje dlhodobo cca 90% produkcie. Stratégiou firmy proti lacným dovozom z Ázie bude špecializácia na high-tech produkty, najmä supertenké fólie s hrúbkou 5 až 3 mikrometre (ORF, 2008). Na rok 2011 až 2013 je plánované zvýšenie výrobnéj kapacity metalizovaných fólií a výrobná linka pre výrobu kondenzátorových fólií (TERICHEM, a.s., 2011).

3.2.2 Chemický priemysel v SR

Priemysel tvoril v roku 2007 asi 20,1% HDP EÚ, ale treba brať na vedomie, že chemický priemysel prispieva k všetkým oblastiam priemyslu. Nemecko, Francúzsko, Taliansko a Veľká Británia produkovali v roku 2007 až 2/3 celkovej produkcie EÚ. Slovensko sa delilo o posledných 11,7% tržieb s ďalšími 19 menej výkonnými krajinami. V rámci EÚ výrazne prevažujú mikro podniky s 1-9 zamestnancami - podiel až 61%. Avšak 4% najväčších podnikov s viac ako 250 zamestnancami pokrýva 72% tržieb a 65% zamestnanosti (MH SR, 2009, s. 26).

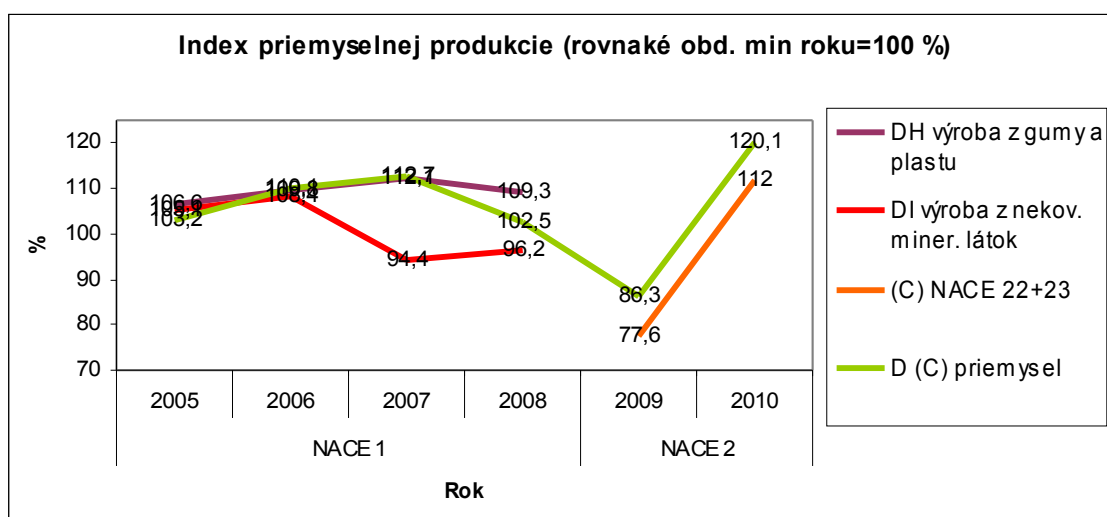
Tržby a index priemyselnej produkcie

Výška obratu chemických podnikov na Slovensku sa odvíja od vývoja cien surovín a chemických výrobkov na svetových trhoch. Príjmy spoločností vzrástli v roku 2006 o 25% na 247 mld. Sk, čo predstavuje najvýraznejší nárast za posledných sedem rokov. Chemikovia posúva nahor zvyšovanie cien základných surovín: ropy a zemného plynu a rast globálneho dopytu po chemických výrobkoch. Slovenský chemický priemysel vyváža 3/4 produkcie.

Rastie aj domáci trh cez tržby tradičných chemických závodov, ako je Duslo Šaľa, Novácke chemické závody (NCHZ), Chemko Strážske a Chemosvit Svit, ktoré sa zameriavajú na výrobu hnojív, základných plastov, gumárenských chemikálií, fólií, lepidiel či výbušnín (Haluza, 2007).

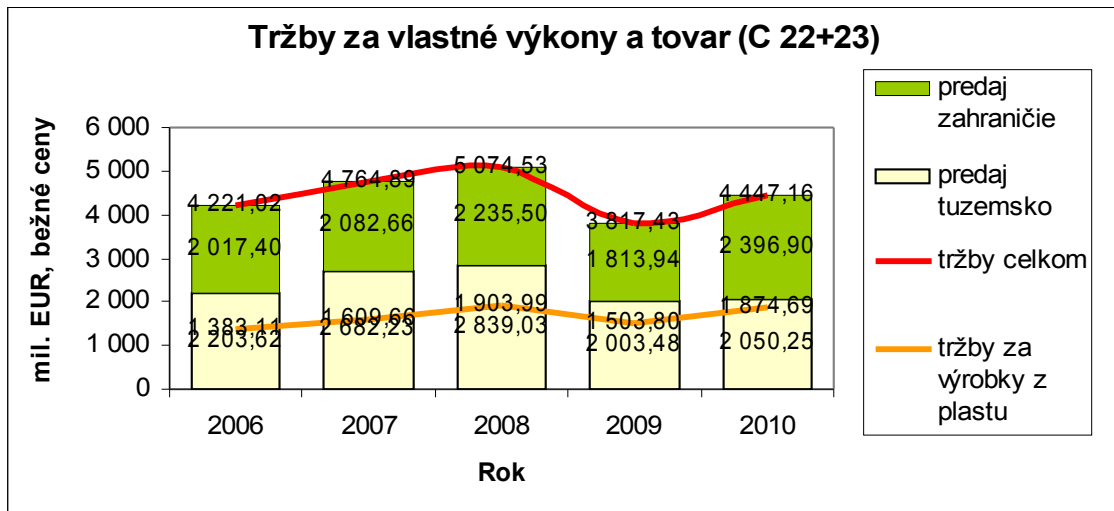
V roku 2007 zaznamenali zisky značný pokles, ktorý bol spôsobený posilňovaním slovenskej koruny, silnejúcou ázijskou konkurenciou jednoduchších polotovarov a rastom cien surovín (SARIO, 2007). Vo všeobecnosti chemický priemysel v roku 2008 poklesol v dôsledku svetovej hospodárskej krízy.

Uvedený trend dokumentuje aj index priemyselnej produkcie (IPP) sekcie C - priemyselná výroba, ktorý medziročne v 2009 dosiahol najnižšiu hodnotu od zavedenia nového výpočtu IPP v roku 1999. Je kopírovaný sekciou DH-výroba z gumy a plastu (od roku 2009 ŠÚ SR sleduje skupinu spolu s DI-výrobky z ostatných nekovových minerálnych látok ako NACE 22 a 23).



Graf 6: Vývoj indexu priemyselnej produkcie SR v rokoch 2005–2010, v skupinách NACE 23 a NACE 22 a sekcie C - priemyselná výroba (predošlý rok = 100 %)

Najviac sa darilo výrobcam chemických vlákien. Počet podnikov mierne rástol najmä v oblasti výroby výrobkov z plastov. V celom chemickom a farmaceutickom priemysle SR v roku 2008 podnikalo viac ako 170 podnikateľských subjektov (s viac ako 20 zamestnancami), v ktorých bolo zamestnaných vyše 30 tis. zamestnancov. Výrazný pokles tržieb sa prejavoval od 9/2008 do 1/2009. Niektoré odvetvia chemického priemyslu, ako napr. divízia NACE 19, divízia NACE 22 aj v tomto období dosiahli oproti rovnakému obdobiu roku 2007 nárast výroby.



Graf 7: Tržby v NACE 22 a 23 (Výroba výrobkov z gummy, plastu a ostat. nekovových minerálnych výrobkov) (Zdroj: ŠÚ SR, 2011, vlastné spracovanie)

K marcu 2009 (2010) však NACE 19 (Koks a rafinované ropné produkty) klesá o 44% (rástla o 52%) oproti rovnakému obdobiu v roku 2008 (2009). Pokles o 32% (rast o 29%) zaznamenala podskupina NACE 20 (výroba chemikálií, chemických produktov). NACE 22 (výroba výrobkov z gummy a plastu) klesla o 28% (vzrástla o 22%) a NACE 21 (farmaceutické výrobky a prípravky) klesla o 11% (vzrástla o 49%). Celý chemický priemysel v porovnaní s marcom roku 2008 (2009) klesol o 34% (vzrástol o 33%) (SARIO, 2009).

ŠÚ SR uvádza údaje skupiny 22 a 23 spolu, čo komplikuje porovnávanie, preto na základe podielu tržieb z plastových výrobkov z minulých rokov na skupinách 22+23, predpokladáme vývoj tržieb z plastových výrobkov na úrovni 33% a viac z celkových tržieb. Vývoj tržieb za vlastné výrobky a služby sekcií NACE 22 a 23 bude priblížený v kapitole Prognóza tržieb.

Najsilnejšie podniky a nové investície v chemickom priemysle v roku 2009

Investície v roku 2008 rástli v odvetviach NACE 19 a NACE 23. Pokles investícií v roku 2008 nastal v NACE 20 a NACE 22 (MH SR, 2009, s. 34). Medzi najvýznamnejšie podniky chemického priemyslu v roku 2008 patrili podniky zaradené do skupiny TOP 200 analýzy Trend 2009 (MH SR, 2009, s. 54):

- Slovnaft, a.s., Bratislava,
- Slovnaft Petrochemicals, a.s., Bratislava,
- Duslo, a.s., Šaľa,
- Continental Matador Truk Tires, s.r.o., Púchov,
- Continental Matador Rubber, s.r.o., Púchov,
- Novácke chemické závody, a.s., Nováky,
- Chemosvit Folie a.s. Svit,
- Nexis Fibers a.s. Humenné.

Bližšia charakteristika spomenutých podnikov a významnejšie investície v odvetví recyklácie odpadov sú uvedené v Prílohe 3.

3.3 Analýza konkurenčných síl

Je orientovaná na rozbor konkurenčnej situácie, zdroje a intenzitu konkurenčných tlakov, akcie a reakcie rivalov. Nadväzuje na analýzu odvetvia, pretože práve to tvorí najbližšie konkurenčné prostredie podniku. Zvolený nástroj skúmania je Porterov model piatich síl. Sila pôsobenia týchto síl je závislá od štruktúry odvetvia, teda jeho základných ekonomických a technických rysov. Takto intenzita konkurenčných síl ovplyvňuje výnosnosť odvetvia cez tržby za výrobky a tovar, výrobnú spotrebu a náklady na tovar a potrebné investície.

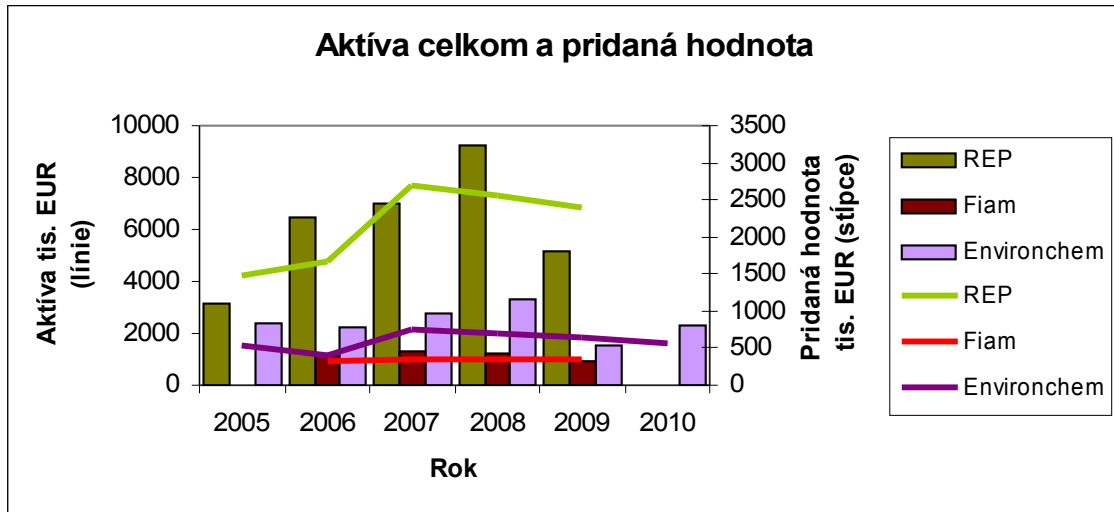
3.3.1 Potenciálna konkurencia

Súpermi v oblasti recyklátov sú podniky s hlavnou alebo vedľajšou činnosťou recyklácie technologického plastového odpadu, disponujúce potrebným technologickým vybavením, ktorého výrobné kapacity prekračujú ich vlastnú spotrebu. Súčasnú rozloženie firiem sa neprejavuje výrazným cenovým bojom. Problém však môže nastať kedykoľvek, hlavne pri zvyšovaní kapacity konkurencie. V oblasti vstrekolisovania (doskový program) podnik nemá významného domáceho konkurenta, ani v Českej republike. Za konkurentov podniku môžeme považovať subjekty rozdelené podľa spomínaných skupín produktov (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., 2011):

- Recykláty
 - FIAM, s.r.o., Prešov,
 - Jelínek-Trading, s.r.o., Zlín,
 - PPHU Granulat, s.r.o., Czestochowa,
 - LUKOPLAST spol. s r.o., Partizánske,
 - Remarkplast Slovakia, s.r.o., Vráble.

- Vstrekovýlisky
 - IMG Bohemia, s.r.o., Planá nad Lužnicí,
 - Alfa Plastik, s.r.o., Bruntál,
 - RÖCHLING Engineering Plastics, s.r.o., Planá nad Lužnicí,
 - RECY, s.r.o., Snina.

Pre porovnanie vývoja účtovných aktív a pridanej hodnoty sme vybrali RÖCHLING Engineering Plastics, s.r.o., Planá nad Lužnicí (REP) a FIAM, s.r.o., Prešov. Časový rad nie je úplný kvôli nedostupnosti údajov.



Graf 8: Vývoj aktív a pridanej hodnoty vybraných podnikov v rokoch 2005-2010 (Zdroj: účtovné závierky pre jednotlivé roky, vlastné spracovanie)

3.3.2 Hrozba vstupu nových konkurentov

Cena plastov súvisí s cenou ropy. Pokiaľ bola cena pod 70 USD za barel v roku 2008, recyklovanie plastov nebolo rentabilné. Čo robilo z dočasného prebytku plastu dlhodobý problém. Slovenský plastový odpad sa premieňa na použiteľný regranulát najmä v zahraničí. Odpad sa vozí napríklad do Číny, kde sa z neho vyrábajú nové fólie, obaly, textilné výrobky a podobne (Orfánus, 2009).

Vstup nových konkurentov do odvetvia recyklácie plastových odpadov na báze PP a PE je vysoko pravdepodobný. Odvetvie je atraktívne pri súčasnej rastúcej produkcii plastov, zvyšovaní cien primárnych surovín (fosílnych palív), sprísňovaní environmentálnej legislatívy na úrovni EÚ a následnej implementácii do prostredia SR. Spracovanie komunálneho či technologického odpadu podporujú štrukturálne a environmentálne fondy EÚ ako aj dotácie z Recyklačného fondu SR. Nové podniky vznikajú hlavne v miestach, kde je dostatok plastového odpadu a len časť kapacity dopĺňajú dovozom odpadov z väčšej vzdialenosti pre vysoké náklady na prepravu.

Vstup nových výrobcov vstrekovýliskov a vytlačáných plastov je menej pravdepodobný z dôvodu finančnej náročnosti potrebnej technológie, ako aj v súčasnosti dostatočného pokrytia trhu už existujúcimi podnikmi (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., 2011).

3.3.3 Vyjednávacía sila kupujúcich

Od roku 2008 vo väzbe na vývoj ceny ropy a svetovú finančnú a hospodársku krízu, potravinovú krízu a občianske nepokoje v severnej Afrike a na Blízkom Východe sa situácia v tejto oblasti zmenila. Cenový rozdiel medzi granulátmi (z primárnej suroviny) a recyklátmi (a vstrekovýliskami z recyklátov) sa zotrel v prospech sekundárnych surovín. Tento vývoj teoreticky zlepšuje vyjednávacíe možnosti podniku. Hlavnými odberateľmi sú podniky skupiny (TERICHEM, a.s., CHEMOSVIT FOLIE, a.s., CHEMOSVIT FIBROCHEM, a.s.) a ďalej spracovatelia v Česku, Poľsku, Rakúsku. Výstupy podniku môžeme charakterizovať ako základné vstupy pre ďalšie spracovanie, nie sú však určené pre konečných spotrebiteľov (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., 2011).

3.3.4 Vyjednávacía sila dodávateľov

V prípade odpadov na báze PP a PE ako vstupu pre výrobu recyklátu je dôležitá hlavne kvalita jeho zloženia (homogénne, nehomogénne), ktorá je daná dôslednosťou jeho triedenia, od ktorej závisia vlastnosti výstupu.

Pri nedostatočne vytriedenom odpade je vyjednávacía sila dodávateľov nízka, u kvalitných odpadov, na ktoré je v súčasnosti vysoká požiadavka trhu (subjekty s recyklačnými kapacitami), je ich vyjednávacía sila vyššia. Preto treba v tomto ohľade posudzovať postavenie podniku pri každom dodávateľsko-odberateľskom vzťahu individuálne.

3.3.5 Hrozba substitučných výrobkov

Substitútom plastových recyklátov (regranulátov, aglomerátov a drviny vyrobených z plastového odpadu) je primárna surovina (granulát z PP a PE). Dopyt po recyklátoch

sa odvíja de facto od ceny ropy, z ktorého je granulát vyrábaný. Čím je cena ropných produktov vyššia, tým „výhodnejší“ je recyklát. Treba však podotknúť, že pri vysokých kvalitatívnych požiadavkách na parametre plastových výrobkov (napr. v automobilovom priemysle), je použiteľnosť recyklátov obmedzená.

Substitútom vstrekolisovaných, štruktúrne ľahčených dosiek sú dosky homogénne, neľahčené, vyrábané technológiou vytlačania. Dopyt po vstrekovyliskoch (nádrže, prepážky) sa odvíja taktiež od situácie v stavebníctve, kde sú v čase útlmu preferované lacnejšie materiály. Keďže vstrekovylisky sa využívajú v exteriéroch, dopyt po nich je sezónny, a vyžaduje skladovacie kapacity podniku.

Zhrnutím Porterovho modelu je súhrnné hodnotenie atraktivity trhu zhotovené po konzultácii s manažmentom skúmaného podniku. Ako sme už spomenuli vyššie, trh súčasnej konkurencie je primerane veľký produkcii technologického odpadu, s hodnotením 51%, čo znamená, že výhody relatívne nízkych vstupných bariér, nízkej citlivosti na konjunktúru hospodárstva, priaznivých vplyvov vonkajšieho prostredia sú vyvážené nevýhodami nasýtenia trhu spracovateľmi odpadu, priemernou rentabilitou kapitálu a tržieb a širokými možnosťami substitúcie produktu.

Tabuľka 3: Atraktivita trhu nakladania s plastovým odpadom k roku 2011 (Upravené podľa: Mařík, 2008, s. 56)

Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negatívni		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3					✗			4	12
Velikost trhu	2			✗					2	4
Intenzita konkurence	2			✗					2	4
Průměrná rentabilita	3			✗					2	6
Bariéry vstupu	1					✗			4	4
Možnosti substituce	3			✗					2	6
Citlivost na konjunkturu	3					✗			4	12
Struktura zákazníků	2					✗			4	8
Vlivy prostředí	2					✗			4	8
Celkem	21									64

Maximální počet bodů:	126
Dosažený počet bodů:	64
Hodnocení:	51%

3.4 Analýza vnútorných zdrojov a schopností podniku

„Zdrojovo založený prístup pozerá na podnik ako na unikátny súbor heterogénnych zdrojov a schopností, ktoré sú základom konkurenčnej výhody a primárnym zdrojom zisku“ (Sedláčková, 2000, s. 63). Zakladá sa na identifikácii všetkých zdrojov v podniku, ktoré sú k dispozícii na dosiahnutie cieľov a následne na analýze efektívnosti ich využitia, zoskupovania do funkčných celkov, atď.

Rámčovo je táto analýza zosumarizovaná v nasledujúcej Tabuľke 4 podľa Maříka.

Tabuľka 4: Vnútorný potenciál podniku (Upravené podľa: Mařík, 2008, s. 76)

Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity								Body	Váha × Body
		Negatívni		Průměr				Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků	3					x			4	12
	2 Technická úroveň výrobků	2					x			4	8
	3 Cenová úroveň	2						x		5	10
	4 Intenzita reklamy	1			x					2	2
	5 Výhody místa	3						x		5	15
	6 Výhody distribuce	2						x		5	10
	7 Image firmy	2					x			4	8
	8 Servis a služby	2						x		5	10
Nepřímé faktory	9 Kvalita managementu	3					x			4	12
	10 Výkonný personál	3					x			4	12
	11 Výzkum a vývoj	1			x					2	2
	12 Majetek a investice	3						x		5	15
	13 Finanční situace	2					x			4	8
Celkem	29									124	

Maximální počet bodů:	174
Dosažený počet bodů:	124
Hodnocení:	71%

S hodnotením 71 % konštatujeme, že Environchem bude schopný v budúcnosti rozširovať podiel na trhu, pričom manažment podniku vidí najväčšiu silu v:

- dynamickej cenotvorbe a relatívne nízkych cenách produktov,
- umiestnení vo výrobnom areáli CHEMOSVIT, a.s., v blízkosti hlavných dodávateľov,
- vysokej úrovni poskytovaných služieb,
- primeranosti technického vybavenia a dlhodobých investícií (rozobrané v nasledujúcej Tabuľke 5).

Tabuľka 5: Vnútorňý potenciál podniku – dlhodobý majetok a investície (Upravené podľa: Mařík, 2008, s. 75)

Kritérium	Bodové hodnotení							Příklad pro dobré hodnotení
	0	1	2	3	4	5	6	
¹ Přiměřenost kapacit k datu ocenění						X		Kapacity optimálně využité
² Technická úroveň dlouhodobého majetku					X			Modernější vybavení než u konkurence
³ Stav údržby (celkový dojem)					X			Pečlivá údržba
⁴ Fundovanost posuzování investic						X		Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
⁵ Investiční controlling						X		Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
⁶ Přiměřenost investic					X			Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů	0	0	0	0	3	3	0	
Body x četnost	0	0	0	0	12	15	0	

Získaný počet bodů:	27
Průměrný počet bodů:	5

3.5 Prognóza tržieb

Na základe analýz a prognóz vybraných makroekonomických ukazovateľov a relevantného trhu sa pokúsime odhadnúť budúci rast tohto trhu. Taktiež analýza vnútorného potenciálu a konkurenčných síl podniku dáva predpoklady na odhad vývoja trhového podielu na tomto trhu. Na základe týchto záverov sme schopní prognózovať vývoj tržieb Environchemu.

Východiskom je vývoj do roku 2010 a predikcie Ministerstva financií SR na roky 2011-2014 pre ukazovatele HDP v bežných cenách a index výrobných cien PPI (priemerný rast). Porovnávali sme tri zvolené funkcie (viď. Tabuľka 6), ktoré majú odzrkadľovať vývoj tržieb za vlastné výkony skupiny NACE 22+23.

Tabuľka 6: Varianty teoretických hodnôt v prognózovanom období 2011-2014 (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)

		Skutočnosť		f1		f2		f3	
		Skutočnosť		Teoretické hodnoty rastu relevantného trhu					
m.j.	mil. EUR	%	mil. EUR	%	mil. EUR	%	mil. EUR	%	
Rok	Tržby za vlastné výrobky a služby NACE 22+23	Tempo rastu	$y = -7052,29 + 0,0646 \cdot \text{HDP} + 73,329 \cdot \text{PPI}$	Tempo rastu	$y = 29,344x^4 - 464,58x^3 + 2390,5x^2 - 4242,6x + 5834,3$	Tempo rastu	$y = -4045,72 + 0,065661 \cdot \text{HDP} + 44,31229 \cdot \text{PPI}$	Tempo rastu	
Minulosť	2004	3487,687		3450,694		3546,964			
	2005	3888,666	111,50%	3811,135	110,45%	3663,964	103,30%	3504,042	
	2006	4221,021	108,55%	4455,880	116,92%	4454,204	121,57%	3831,038	
	2007	4764,892	112,88%	4423,369	99,27%	4890,844	109,80%	4374,445	
	2008	5074,530	106,50%	5057,995	114,35%	4651,3	95,10%	4525,628	
	2009	3817,426	75,23%	4164,143	82,33%	4117,244	88,52%	5055,733	
	2010	4447,157	116,50%	4338,162	104,18%	4374,604	106,25%	4593,067	
Prognóza	2011			5018,267	115,68%	3546,964	81,08%	5116,289	
	2012			5314,293	105,90%	3663,964	103,30%	5432,282	
	2013			5698,890	107,24%	4454,204	121,57%	5820,167	
	2014			6122,473	107,43%	4890,844	109,80%	6244,658	
	Priem. rast 2010-2014	x			8,99%		2,83%	6,34%	
	Priem. rast 2004-2010		4,13%		3,89%		3,56%	5,56%	

Pomocou extrapolácie časových radov tržieb za vlastné výkony skupiny NACE 22+23 sme simulovali polynomickeú funkciu štvrtého stupňa f_2 : $y = 29,344 \cdot x^4 - 464,58 \cdot x^3 + 2390,5 \cdot x^2 - 4242,6 \cdot x + 5834,3$ ($R^2 = 0,7884$), kde závislá premenná y predstavuje tržby a nezávislá premenná predstavuje rok v sledovanom období (Príloha 3)

Pomocou viacnásobnej lineárnej regresie sme simulovali závislosti so zahrnutím extrémneho roku 2009 (f_1) a bez neho (f_3), kde nezávislé premenné sú HDP a PPI. Podľa funkcie f_3 : $y = -4045,72 + 0,065661 \cdot \text{HDP} + 44,31229 \cdot \text{PPI}$ (významnosť F 0,0159) je priemerný rast tržieb odvetvia 2010-2014 na úrovni 6,34 %.

Zvolili sme funkciu f_1 : $y = -7052,29 + 0,0646 \cdot \text{HDP} + 73,329 \cdot \text{PPI}$ (významnosť F 0,0273), kde závislé premenná y predstavuje tržby za vlastné výrobky a služby skupiny NACE 22+23 (Schéma 9 v Prílohe 4). V regresii bol zahrnutý aj extrémne nízky rok 2009, čo spôsobilo, že teoretický geometrický priemer tempa rastu tržieb bol v období 2004-2010 3,9% a 2010-2014 až takmer 9%. Prikláňame sa k tejto vysokej prognóze

na základe výsledkov makroanalýzy hospodárstva SR a mikroanalýzy chemického priemyslu v SR. Geometrický priemer tempa rastu tržieb bol v období 2004-2008 (pred prejavmi hospodárskej krízy) na úrovni 9,8%. Príčiny vidíme aj v náraste počtu „plastikárskych“ podnikov v sledovanom období (hlavne v automobilovom priemysle), celkovom náraste dopytu po plastových výrobkoch, v posledných rokoch aj náraste cien ropných produktov a energií, ktoré sa odzrkadlia v cenách výrobkov. Medziročný rast tržieb v odvetví 2010/2009 je na úrovni 16,5%, čo je najviac v sledovanom období.

Podiel podniku na relevantnom trhu sa v minulosti pohyboval v rozmedzí 0,053-0,075% za posledných 6 rokov. Na základe súhrnnej analýzy vnútorného potenciálu podniku (viď. Tabuľka 4) a konkurenčných síl na trhu predpokladáme, že podiel podniku na relevantnom trhu bude v budúcnosti mierne rásť z 0,061 % na 0,065 %.

Tabuľka 7: Tempo rastu relevantného trhu, vývoj trhového podielu podniku a prognóza celkových tržieb (Zdroj: vlastné spracovanie)

	m.j.	mil. EUR	%	%	%	EUR
	Rok	Tržby za vlastné výrobky a služby NACE 22+23	Tempo rastu relevantného trhu	Podiel na trhu Environchem, a.s.	Tempo rastu tržieb Environchem, a.s.	Tržby celkové Environchem, a.s.
Minulosť	2004	3487,687		0,091%		3177800
	2005	3888,666	111,50%	0,074%	90,78%	2884744
	2006	4221,021	108,55%	0,074%	108,03%	3116320
	2007	4764,892	112,88%	0,075%	114,65%	3573015
	2008	5074,530	106,50%	0,072%	102,10%	3648098
	2009	3817,426	75,23%	0,053%	55,55%	2026588
Prognóza	2010	4447,157	116,50%	0,061%	133,01%	2695598
	2011	5018,267	112,84%	0,0618%	115,10%	3102606
	2012	5314,293	105,90%	0,0631%	108,02%	3351340
	2013	5698,890	107,24%	0,0643%	109,38%	3665755
	2014	6122,473	107,43%	0,0656%	109,58%	4016986
		Priemerný rast podielu na trhu 2005-2008	98,959%			

Priemerný rastu podnikového podielu na trhu v rokoch 2005-2008 je -1,045%, abstrahujeme od extrémneho výpadku v roku 2009. Medziročný rast podielu na trhu

2010/2009 je 14%. Na základe analýzy konkurenčných síl, ale predpokladáme ďalší rast na úrovni 2%.

4 Finančná analýza

Cieľom finančnej analýzy je doplniť výsledky strategickej analýzy a stanoviť riziká podniku, prostredníctvom analýzy majetkovej a finančnej štruktúry podniku, odlišnosti s podobnými podnikmi, tendenciami v štruktúre aktív a pasív, hodnôt likvidity, dlhodobej finančnej rovnováhy a výnosnosti podniku pre akcionárov. Pre účely návrhu hodnoty podniku nám poskytne prehľad o finančnom zdraví daného podniku k dátumu ohodnotenia a vytvorí podklady pre finančný plán (vývoj generátorov hodnoty).

4.1 Analýza základných účtovných výkazov

Spoznanie podnikových výsledkov prostredníctvom horizontálnej a vertikálnej analýzy účtovných výkazov je vhodným východiskom finančnej analýzy podniku. Analýzu prevedieme na súvahe, výkaze ziskov a strát a poznámkach Environchemu v období 2004-2010.

4.1.1 Horizontálna analýza účtovných výkazov

Pri rozbere súvahy sa zameriame na stav a vývoj bilančnej sumy, štruktúru, vývoj a primeranosť aktív a pasív a vzťahy medzi jednotlivými zložkami.

Horizontálna analýza súvahy poskytuje prehľad o medziročnom vývoji podnikového majetku a finančných zdrojoch, ktorými je krytý. V roku 2007 zaznamenávame obstaranie strojov a zariadení vo výške cca 2 mil. EUR prostredníctvom finančného lízingu od Tatra-Leasing, s.r.o. a BAWAG Leasing, s.r.o., ktoré zvýšilo dynamiku rastu dlhodobých aktív a ostatných dlhodobých a krátkodobých záväzkov, odpisov dlhodobého hmotného majetku a nákladových úrokov z istiny lízingu aj v ďalšom roku 2008. Predpokladáme, že hodnota investície nebola výrazne znehodnotená infláciou (viď. Graf 4). Zavedenie regranulačnej linky a vstrekolisu do prevádzky zvýšilo medziročne 2007/2006 tržby z vlastného výkonu o 120 %. Následný pokles tržieb súvisí so znížením odbytu výrobkov v súvislosti s výrazným poklesom ceny ropy v období 2008-2009 a prejavmi hospodárskej krízy. Vyše 270% nárast stavu zásob v roku 2007 súvisí so zvýšenou výrobou na sklad, pretože odbyt produktov je sezónny. V ďalších rokoch zaznamenávame miernejší rast pod vplyvom zníženého objemu výroby.

Tabuľka 8: Horizontálna analýza súvahy 2005-2010 (predchádzajúci rok=100 %)

(Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

€	CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	NC	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Spolu majetok	1	118,42%	75,58%	191,70%	93,19%	89,03%	90,13%
A.	<i>Neobežný majetok</i>	2	125,47%	60,98%	227,63%	90,18%	88,79%	88,97%
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok	12	125,47%	60,98%	227,63%	90,18%	88,79%	88,97%
A.II.2.	Stavby	14	385,07%	0,01%	100,00%	358500%	96,26%	96,52%
A.II.3.	Samostat. hnut. veci a súbory hnut. vecí	15	130,83%	56,96%	245,32%	90,01%	88,44%	88,91%
B.	<i>Obežný majetok</i>	31	98,24%	129,06%	129,55%	102,43%	89,75%	93,20%
B.I.	<i>Zásoby</i>	32	253,95%	133,38%	278,08%	161,58%	115,46%	61,06%
B.I.1.	Materiál	33	48,78%	1295,00%	315,44%	75,89%	22,32%	208,99%
B.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	34	49,22%	783,33%	58,56%	302,77%	49,19%	71,81%
B.I.4.	Výrobky	36	358,15%	43,67%	858,87%	183,73%	140,63%	60,84%
B.III.	Krátkodobé pohľadávky	47	103,18%	114,48%	112,47%	76,70%	66,57%	148,35%
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	48	97,76%	108,99%	125,52%	64,38%	66,25%	157,43%
B.IV.	Finančné účty	55	2,58%	3606,06%	40,50%	55,60%	19,13%	108,70%
c.	<i>Časové rozlíšenie</i>	61	91,21%	143,37%	118,49%	95,06%	81,52%	96,58%
	Spolu vlastné imanie a záväzky	66	118,42%	75,58%	191,70%	93,19%	89,03%	90,13%
A.	<i>Vlastné imanie</i>	67	102,27%	79,30%	112,01%	117,72%	73,02%	102,75%
B.	<i>Záväzky</i>	88	196,96%	64,71%	433,71%	75,82%	106,74%	80,66%
B.I.	Rezervy	89	89,59%	115,21%	107,76%	105,99%	44,09%	339,95%
B.III.	Krátkodobé záväzky	105	155,66%	97,78%	185,76%	84,09%	132,08%	78,17%
B.III.1.	Záväzky z obchodného styku	106	235,44%	97,49%	147,21%	64,82%	198,94%	75,22%
B.V.2.	Bežné bankové úvery	118	15099914%	0,00%	25987519%	60,90%	166,44%	84,60%
c.	<i>Časové rozlíšenie</i>	119	92,56%	91,96%	91,26%	90,36%	89,38%	88,12%

Tabuľka 9: Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát 2005-2010 (predchádzajúci rok=100 %)

(Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

EUR	CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	NC	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby z predaja tovaru	1	80,35%	121,61%	78,28%	25,45%	143,65%	214,65%
	Náklady vynaložené na obstar. predaného tovaru	2	78,64%	120,67%	80,59%	25,40%	141,22%	219,04%
+	OBCHODNÁ MARŽA	3	105,05%	131,84%	55,35%	26,25%	177,69%	165,93%
II.	VÝROBA	4	93,17%	105,34%	122,95%	113,23%	52,68%	125,74%
II.1.	Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	5	92,41%	105,45%	120,60%	111,99%	53,24%	135,02%
B.	VÝROBNÁ SPOTREBA	8	93,01%	111,48%	121,16%	109,02%	55,95%	115,90%
+	PRIDANÁ HODNOTA	11	93,99%	94,67%	122,51%	120,13%	46,76%	151,03%
c.	Osobné náklady	12	94,56%	94,56%	102,28%	110,12%	80,59%	101,19%
D.	Dane a poplatky	17	94,11%	79,60%	77,26%	139,63%	705,11%	111,13%
E.	Odpisy DNM a DHM	18	106,13%	91,01%	121,38%	191,75%	86,16%	89,29%
*	VÝSLEDOK Z HOSPODÁRENIA Z HOSPOD.ČINNOSTI	26	76,33%	137,81%	379,43%	104,86%	-138,41%	-10,92%
X.	Výnosové úroky	38	5,58%	66,42%	159,05%	73,49%	2,35%	43,67%
N.	Nákladové úroky	39	880,19%	109,83%	469,46%	137,78%	62,54%	77,67%
*	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA Z FIN.ČINNOSTI	46	58,35%	205,82%	440,06%	-13,37%	-324,37%	78,22%
s.	Daň z príjmov z bežnej činnosti	48	109,18%	33,69%	379,65%	145,45%	4,12%	-860,84%
***	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA ZA ÚČTOVNÉ OBDOBIE po zdanení	61	53,25%	316,01%	350,51%	165,32%	-179,08%	-7,46%

4.1.2 Vertikálna analýza účtovných výkazov

Vertikálna analýza súvahy a výkazu ziskov a strát nám umožňuje posúdiť adekvátnosť štruktúry majetku a zdrojov jeho krytia a využitie jednotlivých druhov majetku (Vorbová, 1999).

Odvetvie, v ktorom podnik podniká, si vyžaduje vysoké hodnoty stálych aktív. Základné imanie sa navýšilo v roku 2006 na 730 266 EUR (min. 25 000 EUR podľa zákona 104/1990 Zb.). Cudzí kapitál v priebehu sledovaného obdobia mierne stúpala. Výrazný nárast v záväzkoch a nákladových úrokoch nastal v rokoch 2007 a 2008, čo sa prejavilo aj v podiele straty z finančnej činnosti na bilančnej sume (2007 -1,87 %). Nákladové úroky zvyšujú aj operatívne nájmy dlhodobého majetku, materiálu (do roku 2009) a troch firemných vozidiel, ktoré sa nevykazujú v majetku Environchemu. Rezervy vykazujú volatilitu od 0,9 % do 3,45 %, čo svedčí o nestabilnom vývoji v sledovanom období. Kapitál kumulovaný v položke výsledok hospodárenia z bežného obdobia priniesol maximálne 4,6 % z tržieb za vlastné výkony v roku 2008. Od roku 2007 podnik čerpal krátkodobý bankový úver prostredníctvom kontokorentného účtu na preklopenie obdobia. Podnik neúčtuje o dlhodobom nehmotnom a finančnom majetku, ani krátkodobom finančnom majetku.

Odpisy DHM aj DNM vychádzajú z predpokladanej doby jeho používania a predpokladaného priebehu jeho opotrebenia. Odpisovať sa začína prvým dňom mesiaca uvedenia majetku do používania. Všetok majetok sa odpisuje lineárnou metódou.

Zásoby sa oceňujú nižšou z nasledujúcich hodnôt: obstarávací cena, vlastné náklady alebo čistá realizačná hodnota, systémom okamžitých reálnych cien. Pohľadávky (záväzky) z obchodného styku sa oceňujú ich menovitou hodnotou, postúpené pohľadávky (záväzky) obstarávacou cenou. Majetok poskytnutý operatívnym prenájmom sa vykazuje ako majetok svojho vlastníka, nie nájomcu. Majetok pod finančným prenájmom s kúpnu opciou sa vykazuje ako majetok nájomcu, nie vlastníka. Opravné položky k zásobám sa tvoria na zohľadnenie zníženia úžitkovej hodnoty zásob ich nadmernosťou alebo nízkym obratom.

Tabuľka 10: Vertikálna analýza súvahy 2004-2010 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

EUR	CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	NC	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Spolu majetok	1	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A.	<i>Neobežný majetok</i>	2	74,17%	78,59%	63,40%	75,29%	72,85%	72,66%	71,72%
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok	12	74,17%	78,59%	63,40%	75,29%	72,85%	72,66%	71,72%
A.II.2.	Stavby	14	0,17%	0,57%	0,00%	0,00%	0,18%	0,19%	0,20%
A.II.3.	vecí	15	70,62%	78,02%	58,80%	75,25%	72,68%	72,20%	71,22%
B.	<i>Obežný majetok</i>	31	25,59%	21,23%	36,25%	24,50%	26,93%	27,14%	28,07%
B.I.	<i>Zásoby</i>	32	1,39%	2,97%	5,24%	7,61%	13,19%	17,11%	11,59%
B.I.1.	Materiál	33	0,11%	0,04%	0,75%	1,24%	1,01%	0,25%	0,59%
B.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	34	0,67%	0,28%	2,87%	0,88%	2,85%	1,58%	1,26%
B.I.4.	Výrobky	36	0,59%	1,79%	1,03%	4,63%	9,13%	14,42%	9,73%
B.III.	Krátkodobé pohľadávky	47	20,87%	18,19%	27,54%	16,16%	13,30%	9,94%	16,37%
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	48	19,87%	16,40%	23,65%	15,49%	10,70%	7,96%	13,90%
B.IV.	Finančné účty	55	3,33%	0,07%	3,46%	0,73%	0,44%	0,09%	0,11%
c.	<i>Časové rozlíšenie</i>	61	0,24%	0,18%	0,35%	0,21%	0,22%	0,20%	0,21%
	Spolu vlastné imanie a záväzky	66	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A.	<i>Vlastné imanie</i>	67	76,62%	66,17%	69,42%	40,56%	51,24%	42,03%	47,91%
B.	<i>Záväzky</i>	88	17,64%	29,34%	25,12%	56,84%	46,24%	55,44%	49,62%
B.I.	Rezervy	89	2,50%	1,89%	2,89%	1,62%	1,85%	0,91%	3,45%
B.III.	Krátkodobé záväzky	105	10,31%	13,55%	17,53%	16,99%	15,33%	22,74%	19,72%
B.III.1.	Záväzky z obchodného styku	106	4,37%	8,68%	11,20%	8,60%	5,98%	13,36%	11,15%
B.V.2.	Bežné bankové úvery	118	0,00%	10,01%	0,00%	11,89%	7,77%	14,52%	13,63%
c.	<i>Časové rozlíšenie</i>	119	5,74%	4,49%	5,46%	2,60%	2,52%	2,53%	2,47%

Tabuľka 11: Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát v období 2004-2010 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

EUR	CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	NC	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby z predaja tovaru	1	22,87%	19,88%	22,93%	14,88%	3,38%	9,13%	14,51%
	Náklady vynaložené na obstar. predaného tovaru	2	21,39%	18,20%	20,83%	13,92%	3,16%	8,37%	13,59%
+	OBCHODNÁ MARŽA	3	1,48%	1,68%	2,10%	0,96%	0,23%	0,75%	0,93%
II.	VÝROBA	4	99,82%	100,63%	100,53%	102,49%	103,63%	102,54%	95,49%
II.1.	Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	5	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
B.	VÝROBNÁ SPOTREBA	8	67,18%	67,62%	71,48%	71,81%	69,91%	73,48%	63,07%
+	PRIDANÁ HODNOTA	11	34,12%	34,70%	31,15%	31,64%	33,94%	29,81%	33,35%
c.	Osobné náklady	12	28,96%	29,63%	26,57%	22,54%	22,16%	33,54%	25,14%
D.	Dane a poplatky	17	0,09%	0,09%	0,07%	0,05%	0,06%	0,76%	0,62%
E.	Odpisy DNM a DHM	18	3,43%	3,94%	3,40%	3,42%	5,86%	9,48%	6,27%
+	VÝSLEDOK Z HOSPODÁRENIA Z HOSPOD. ČINNOSTI	26	1,70%	1,41%	1,84%	5,78%	5,41%	-14,07%	1,14%
X.	Výnosové úroky	38	0,09%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
N.	Nákladové úroky	39	0,02%	0,22%	0,23%	0,89%	1,09%	1,28%	0,74%
+	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA Z FIN. ČINNOSTI	46	-0,42%	-0,26%	-0,51%	-1,87%	0,22%	-1,36%	-0,79%
S.	Daň z príjmov z bežnej činnosti	48	0,66%	0,78%	0,25%	0,77%	0,99%	0,08%	-0,53%
***	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA ZA ÚČTOVNÉ OBDOBIE po zdanení	61	0,62%	0,36%	1,07%	3,12%	4,61%	-15,51%	0,86%

4.2 Pomerové ukazovatele

Ukazovateľ bežnej likvidity má vysokú variabilitu. Všeobecne odporúčané hodnoty 1,5 – 2,5 nespĺňa od roku 2007, kedy sa zvýšila suma krátkodobých záväzkov a bežných bankových úverov. Od rovnakého obdobia vykazuje veľmi nízke hodnoty aj okamžitá likvidita, kde finančné účty nepokrývajú záväzky a úvery v odporúčanej miere 0,2-0,5. Podľa likvidity je podnik platobne neschopný, má však zriadený kontokorentný účet s limitom 332 tis. EUR v komerčnej banke s ručiteľom CHEMOSVIT, a.s.

Tabuľka 12: Ukazovatele likvidity v rokoch 2004-2010 (Zdroj: Environchem, a.s., vlastné spracovanie)

Ukazovatele likvidity	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Likvidita 1. st. Okamžitá	0,323	0,003	0,198	0,025	0,019	0,003	0,003
Likvidita 3. st. Bežná	2,482	0,901	2,068	0,848	1,166	0,728	0,842

Rentabilita celkových aktív vypočítaná z HV z bežnej činnosti pred daňou a úrokmi rástla až do roku 2008 kedy ešte medziročný rast tržieb za vlastné výkony dosiahol 112 %. Environchem sa pohybuje pod priemernými hodnotami ROA za skupinu NACE 22: Výroba výrobkov z gumy a plastu v ČR (2007 – 9,19 %; 2008 – 5,6 %). ROE sa blížila v rokoch 2007-2008 k úrovni odvetvového priemeru (pre NACE 22 v ČR 2006 – 15,89 %; 2007 – 18,13 %, 2008 – 11,6 %). Inou porovnávacou hodnotou môže byť aj priemerné ROE za sekciu Environmental, trh USA (január 2011 – 11,17 %) (damodaran.com, updated data, 1.5.2011). Dynamika zhodnotenia vlastného kapitálu prevyšuje dynamiku zhodnotenia celkového kapitálu od roku 2007.

Tabuľka 13: Ukazovatele rentability v rokoch 2004-2010 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Ukazovatele výkonnosti	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ROA rentabilita celkového kapitálu z EBIT	2,7%	2,2%	3,4%	6,7%	11,3%	-14,2%	1,6%
ROE rentabilita vlastného kapitálu z EAT	1,7%	0,9%	3,4%	10,7%	15,1%	-36,9%	2,7%
ROS rentabilita tržieb z EAT	0,5%	0,3%	0,9%	2,7%	4,3%	-13,9%	0,8%
ROS rentabilita tržieb z prevádzkového zisku	1,4%	1,2%	1,5%	4,9%	5,1%	-12,6%	1,0%

Ukazovatele aktivity nám vytvárajú predstavu o tom, ako podnik hospodári s jednotlivými aktívami. Intenzita využitia aktív má dopad aj na výnosnosť a likviditu aktív. Z Tabuľky 14 vyplýva, že počet obrátov aktív sa znižuje, pretože doba, za ktorú

aktíva na seba vyprodukujú tržby, sa predĺžila v roku 2009 na 11 mesiacov. Súvisí to s medziročným poklesom tržieb za vlastné výkony 2009/2008 na 52,7 %. Doba obratu zásob sa v roku 2010 vracia na úroveň 25 dní vďaka zníženiu zásob (hlavne zníženie stavu nedokončenej výroby a výrobkov). Priemerná doba obratu zásob za skupinu C – spracovateľský priemysel sa pohybovala v období 2005-2008 v ČR na úrovni 40 dní (ČSÚ, 2008). Priemerná doba inkasa pohľadávok preyšuje priemernú dobu splatnosti záväzkov, čo nepriaznivo pôsobí na cash flow podniku. Doba splatnosti pohľadávok ukazuje na platobnú morálku odberateľov, stratégiu podniku, alebo odbytové ťažkosti.

Tabuľka 14: Ukazovatele aktivity v rokoch 2004-2010 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Ukazovatele aktivity z celkových tržieb	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Počet obrátov aktív za rok	2,49	1,91	2,73	1,63	1,79	1,12	1,65
Doba obratu zásob v dňoch	2,03	5,67	7,01	16,99	26,89	55,89	25,65
Doba splatnosti obch. pohľadávok v dňoch	29,08	31,31	31,59	34,59	21,81	26,01	30,78
Doba splatnosti obch. záväzkov v dňoch	6,39	16,57	14,96	19,20	12,19	43,66	24,69

Úrokové krytie klesá od roku 2007 pod vplyvom rastúcich nákladových úrokov z finančného lízingu, operatívnych nájmov a kontokorentného úveru. Ukazovateľ by sa v budúcnosti mal vylepšiť zvýšením VH pred daňou a úrokmi (EBIT). Celková zadlženosť v roku 2010 klesla pod 50 % a s ňou aj nákladové úroky. V roku 2007 sa rapídne zdvihla v súvislosti s investičnou aktivitou. Podkapitalizovanie dlhodobého majetku pod 1 značí, že dlhodobý majetok je krytý aj krátkodobými zdrojmi, čo sa prejavuje v insolventnosti a nízkej likvidite a korešponduje s vývojom čistého pracovného kapitálu (Príloha 5).

Tabuľka 15: Dlhodobá finančná stabilita v rokoch 2004-2020 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Ukazovatele dlhodobej finančnej rovnováhy	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Celková zadlženosť (bez rezerv)	15,1%	27,5%	22,2%	55,2%	44,4%	54,5%	46,2%
Koeficient samofinancovania	0,77	0,66	0,69	0,41	0,51	0,42	0,48
Úrokové krytie z EBIT	57,14	6,24	6,83	5,42	6,18	-11,06	1,48
Úverová zadlženosť majetku	0,0%	10,0%	0,0%	11,9%	7,8%	14,5%	13,6%
Podkapitalizovanie	1,098	0,891	1,169	0,889	0,996	0,816	0,847

4.3 Bankrotný model – IN 01

Diagnostické modely hodnotia podnik systematickým koeficientom na základe účelovo vybraných ukazovateľov. Hodnota indexu IN 01 väčšia ako 1,77 znamená, že podnik vytvára hodnotu, a hodnota menšia ako 0,75 naznačuje znehodnocovanie kapitálu. V intervale 0,75 a 1,77 je šedá zóna hodnotenia. Na základe nasledujúcej tabuľky súdime, že podnik sa v sledovanom období prinajlepšom nachádza v šedej zóne, pričom najväčšia hodnota je aktíva/cudzie zdroje. VH pred daňou a úrokmi (EBIT) je stále viac zaťažený nákladovými úrokmi. Položka ROA=EBIT/aktíva naznačuje, že nárast aktív v roku 2007 na seba ešte nevytvára dostatočný hrubý zisk, alebo že má podnik nadbytočné kapacity či problém s odbytom.

Tabuľka 16: IN 01 v rokoch 2007-2010 (Zdroj: Environchem, a.s., vlastné spracovanie)

i	Ukazovateľ xi	Koeficient	Hodnota xi			
			2007	2008	2009	2010
x1	aktíva/cudzie zdroje	0,13	1,759362145	2,162474011	1,803600954	2,015426411
x2	EBIT/nákladové úroky	0,04	5,42086561	6,176139834	-11,06393652	1,476539101
x3	EBIT/aktíva	3,92	0,066795258	0,11250801	-0,141581259	0,016282001
x4	Výnosy/aktíva	0,21	1,20	1,80	0,98	1,46
x5	OA/(krátk. záväzky a bankové úvery)	0,09	0,848467322	1,165818148	0,728450418	0,841536447
	IN 01 INDEX		1,035751174	1,452548806	-0,492469946	0,76784937

4.4 Tokové ukazovatele

Peňažný tok z hlavnej činnosti je po celú dobu kladný, investičnú aktivitu zaznamenávame hlavne do obstarania dlhodobého hmotného majetku. Finančná činnosť vykazuje hlavne príjmy/výdavky z úverov poskytnutých bankou a výdavky na úhradu záväzkov z majetku, ktorý je predmetom zmluvy o kúpe prenajatej veci.

Tabuľka 17: Peňažné toky z činností v období 2004-2010 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Peňažný tok v EUR # Rok	NC	2004	2 005	2006	2 007	2008	2 009	2010
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti	A	142136	145954	54903	276107	274770	53841	243167
Peňažný tok z investičnej činnosti	B	-223694	-331873	377382	-1008664	-37959	-5581	-8219
Peňažný tok z finančnej činnosti	C	16630	144526	-391688	705072	-141887	-160605	-200860
Peňažný tok celkom	D	-64927	-41393	40596	-27485	94924	-112345	34088
Zostatok peňažných prostriedkov ku dňu zostavenia ÚZ	H	42488	1095	39501	12016	-149380	-261725	-221017

5 SWOT analýza

Syntéza výsledkov analýz makro-prostredia, mikro-prostredia, konkurenčných síl a vnútorných zdrojov a schopností predstavuje vrcholný krok strategickej analýzy. SWOT je ľahko použiteľný nástroj na rýchle spracovanie prehľadu o strategickej situácii podniku a je východiskom pre formulovanie stratégie.

Hlavné príležitosti na trhu

Trh skupiny NACE 22 a 23 (tržby za vlastné výkony) v sledovanom období 2004-2010 rástol medziročne v priemere o 105 %, pri vypustení prepádového roku 2009 je to v priemere až 111%. Pozorovaný rast cien primárnych vstupov zvýhodňuje a podporuje recykláciu odpadov z plastov. Podobný vplyv má aj sprísňovanie environmentálnej legislatívy a noriem znečistenia výrobnými podnikmi, ktorá taktiež obmedzuje spaľovanie a skládkovanie odpadov.

Hlavné hrozby na trhu

V oblasti recyklácie plastových odpadov na báze PP a PE je v súčasnosti vyššie riziko vstupu nových konkurentov na teritóriu pôsobenia podniku, rast kapacít slovenského trhu je podporovaný dotáciami z Recyklačného fondu (aj keď podľa odborníkov sú v súčasnosti kapacity pokryté dostatočne). V oblasti produkcie vstrekolisovaných, štruktúrne ľahčených dosiek je vstup menej pravdepodobný (kapitálová náročnosť vstupu na trh).

Relatívne širokú škálu substitútov vstrekolisovaných výrobkov predstavujú produkty rovnakého určenia vyrábané z primárnej suroviny alebo technológiou vytlačania.

Slabé stránky podniku

V prevažnej miere sú vstupy podniku dané produkciou odpadov skupiny CHEMOSVIT, a.s. Podnik má obmedzené možnosti v kontrole množstva a kvality svojich vstupov. Napriek výhode miesta (umiestnenie vo výrobnom areáli Chemosvitu), nie celý objem odpadov skupiny spracováva Environchem. Pretože jednotlivé výrobné

podniky diverzifikujú predaj odpadu a aj v tejto oblasti sa správajú trhovo. Slovenský trh je malý a podnik musí odberateľov hľadať v zahraničí.

Environchem exportuje vyše 50% vlastnej produkcie, a teda súperí s podnikmi s výhodou domáceho prostredia

Tabuľka 18: Podiel vyvážených výrobkov na celkovom objeme v rokoch 2006-2010
(Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, vlastné spracovanie)

Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Recykláty z plastov	58,87%	69,01%	71,23%	53,54%	72,64%
Plastové výlisky	65,05%	67,41%	82,01%	60,64%	54,81%

Silné stránky podniku

Podnik produkuje kvalitné výstupy s vysokým technickým úžitkom (homogénnosť a kvalitatívne vlastnosti recyklátov, variabilita výstupov vstrekolysovania) pre spracovateľov, ktorá je však obmedzená kvalitou odpadu. Stúpa aj ekonomická úžitkovosť recyklátov s rastúcimi nákladmi na obstaranie primárneho granulátu.

6 Finančný plán

K odhadu hodnoty podniku výnosovou metódou je nutné zostaviť plán financovania, ktorý musí odzrkadľovať podnikový plán manažmentu do najbližších rokov. Za predpokladu neustálej existencie podniku budeme projektovať budúce výkazy ziskov a strát, súvahy a výkazy peňažných tokov. Vychádzame z rozčlenenia majetku na prevádzkovo potrebný a nepotrebný a predikcie celkových tržieb podniku, ktorá je výsledkom strategickej analýzy. Následne vytvárame plán produkcie, zásob, pohľadávok, záväzkov, investícií do dlhodobého majetku a plán kapitálového krytia.

6.1 Plán výkazu ziskov a strát

Tempo rastu celkových tržieb sme odhadli vďaka strategickej analýze. Neplánujeme zmenu vnútro podnikových zásob, pretože táto položka vykazuje veľkú variabilitu a nepodstatnú hodnotu. O aktivácii v minulosti podnik neúčtoval. Obchodná marža bude tvoriť z celkových tržieb 0,85 % až 0,87 %.

Hlavné nákladové položky odhadujeme na základe predpokladaného podielu na budúcich celkových tržbách, pričom osobné náklady tvoria 17,80 % až 19,30 %, výrobná spotreba 57,33 %, náklady na predaný tovar 12% (Tabuľka 31 v Prílohe 5). Podnik racionalizáciou znížil počet zamestnancov z 61 na 46 v období 2008-2010. Predpokladáme len mierny rast počtu zamestnancov kvôli plánovanému rozšíreniu výroby v roku 2012.

Odpisujú sa iba stavby a samostatné hnutel'né veci (Tabuľka 30 v Prílohe 5). Osobné náklady prevyšujú odpisy v celom období. Nákladové úroky sa navýšia pre plánované rozvojové investície do strojov a zariadení v rokoch 2012 a 2014. Podnik neplánuje odpredaj dlhodobého majetku, neúčtuje o dlhodobom finančnom majetku a neplánuje mimoriadnu činnosť. Výnosové úroky predpokladáme na úrovni 1,5% z peňažných prostriedkov na začiatku roka. Predpokladáme zachovanú daň z príjmu právnických osôb 19%.

Tabuľka 19: Plán výkazu ziskov a strát Environchemu na obdobie 2011-2014 (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Hlavná činnosť	2010	2011	2012	2013	2014
Obchodná marža	22 736	26 394	28 755	31 723	35 061
Tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb	2 345 170	2 699 267	2 915 666	3 189 207	3 494 777
Výrobná spotreba	1 550 689	1 778 840	1 921 448	2 101 714	2 303 088
Pridaná hodnota	817 217	946 821	1 022 972	1 119 215	1 226 750
Osobné náklady	615 972	598 674	615 581	667 793	714 694
Dane a poplatky	15 253	6 860	7 410	8 105	8 882
Odpisy	153 608	237 077	292 635	300 416	355 975
Ostatné prevádzkové položky (zmena rezerv)	6 973	0	0	0	0
Korigovaný VH z hospodárskej činnosti	39 357	104 210	107 345	142 901	147 199

Náklady na cudzí kapitál	2010	2011	2012	2013	2014
Nákladové úroky	18 030	11 298	8 569	14 083	10 413

Vedľajšia činnosť	2010	2011	2012	2013	2014
Výnosy z dlhodobého finančného majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	1	28	111	120	131
VH z neprevádzkového majetku	1	28	111	120	131

Celkový výsledok hospodárenia	2010	2011	2012	2013	2014
Mimoriadny VH pred daňou	0	0	0	0	0
Celkový VH pred daňou	8 592	92 940	98 887	128 938	136 917
Daň	-12 394	17 659	18 789	24 498	26 014
VH za účtovné obdobie po dani	20 986	75 281	80 099	104 440	110 903

6.2 Plán súvahy

Zostatková hodnota dlhodobého nehmotného majetku je nulová a neplánujeme nákupy v budúcom období. V roku 2008 podnik obstaral stavby v brutto hodnote 3 618 EUR, ktoré úplne odpíše pravdepodobne v roku 2015, manažment preto neplánuje ďalšie investície v sledovanom období. Pre plánovanie v tomto prípade nie je vhodný koeficient náročnosti rastu zisku na rast investičného majetku pre vysokú variabilitu investícií v čase. Pre samostatné hnutelné veci manažment plánuje udržiavacie investície (Tabuľka 30 v Prílohe 5) v každom roku 2011-2014 po 70 tis. EUR financované z vlastných zdrojov a rozvojové investície v 2012 a 2014 po 430 tis. EUR zo šesťročného finančného lízingu (Ostatné dlhodobé záväzky). Plán investícií má preto

subjektívny charakter. Plán odpisov počíta s 9 rokmi odpisovania strojov a zariadení, plánovaná doba lízingu je 6 rokov.

Tabuľka 20: Plánovaná súvaha Environchemu v rokoch 2011-2014 (Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Majetok	2010	2011	2012	2013	2014
Aktíva celkom	1 569 166	1 407 858	1 656 865	1 467 947	1 662 987
Dlhodobý majetok celkom	1 167 773	1 000 696	1 208 061	977 645	1 121 670
Dlhodobý nehmotný majetok	0	0	0	0	0
Dlhodobý hmotný majetok	1 167 773	1 000 696	1 208 061	977 645	1 121 670
Pozemky	0	0	0	0	0
Stavby	3 331	3 211	3 088	2 961	2 832
Samostatné hnutelné veci	1 164 442	997 485	1 204 973	974 683	1 118 838
Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0	0
Prevádzkovo potrebný	0	0	0	0	0
Prevádzkovo nepotrebný	0	0	0	0	0
Obežné aktíva	397 890	403 659	445 301	486 799	537 814
Zásoby	168 693	147 007	158 792	173 690	190 331
Materiál	9 601	17 367	18 760	20 520	22 486
Výrobky	159 092	123 015	132 877	145 344	159 270
Tovar	0	6 624	7 155	7 826	8 576
Krátkodobé pohľadávky	227 347	249 152	269 127	294 376	322 581
Pohľadávky z obchodného styku	227 347	249 152	269 127	294 376	322 581
Krátkodobý finančný majetok	1 850	7 500	17 383	18 734	24 902
Prevádzkovo nutný	1 850	7 409	8 003	8 754	9 593
Prevádzkovo nepotrebný	0	91	9 380	9 980	15 309
Časové rozlíšenie	3 503	3 503	3 503	3 503	3 503

Kapitál	2010	2011	2012	2013	2014
Pasíva celkom	1 530 304	1 407 859	1 656 865	1 467 947	1 662 987
Vlastný kapitál	794 696	876 894	960 998	1 070 660	1 187 108
Základný kapitál	730 266	730 266	730 266	730 266	730 266
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Fondy zo zisku	11 355	18 272	22 277	27 499	33 044
Zákonný rezervný fond	11 355	18 272	22 277	27 499	33 044
Výsledok hospodárenia minulých rokov	32 089	53 075	128 356	208 455	312 895
VH bežného úč. obdobia (+-)	20 986	75 281	80 099	104 440	110 903
Cudzí zdroje	695 163	651 849	882 245	591 916	679 438
Rezervy	32 930	32 930	32 930	32 930	32 930
Dlhodobé záväzky	117 594	50 965	202 614	132 105	281 389
Ostatné dlhodobé záväzky	117 594	50 965	202 614	132 105	281 389
Krátkodobé záväzky	321 772	275 088	323 834	293 014	365 118
Záväzky z obchodných vzťahov	182 340	148 949	160 890	175 984	192 846
Záväzky voči zamestnancom	26 625	27 656	29 873	32 675	35 806
Záväzky zo soc. zabez. a zdrav. pois.	17 430	23 683	25 581	27 981	30 662
Daňové záväzky a dotácie	3 042	6 800	7 345	8 035	8 804
Ostatné krátkodobé záväzky	92 335	68 000	100 145	48 338	96 999
Bankové úvery a výpomoci	222 867	292 867	322 867	133 867	0
Bankové úvery dlhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankové úvery	222 867	292 867	322 867	133 867	0
Časové rozlíšenie	40 445	40 445	40 445	40 445	40 445

Položky pracovného kapitálu plánujeme na základe priemerných dôb obratu v minulosti a budúcich tržieb, konkrétne, zásoby celkom v priemere 20 dní, pohľadávky z obchodného styku 29 dní, záväzky krátkodobé 24 dní (Tabuľka 31 v Prílohe 5). Podnik vykazoval vysokú premenlivosť a nízku úroveň v peňažných prostriedkoch, ktorá bola vykrývaná kontokorentným bežným úverom. Prevádzkovo potrebné peňažné prostriedky plánujeme na úrovni okamžitej likvidity minimálne 0,036. Krátkodobé finančné účty dopĺňame z plánu cash flow. Časové rozlíšenie aktív a pasív zostáva na úrovni z roku 2010.

Základný kapitál a kapitálové fondy nie sú zvyšované. Zákonný rezervný fond je zvyšovaný minimálne o 5% z výsledku hospodárenia za bežnej činnosti. Nerátame s vyplácaním dividend v sledovanom období. Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po dani preberáme z plánovaného výkazu ziskov a strát.

6.3 Finančná analýza plánovaných výkazov

Okamžitá likvidita sa približuje k odporúčaným hodnotám a nastalo zlepšenie oproti minulým ukazovateľom. Koeficient samofinancovania rastie pod vplyvom znižovania krátkodobých úverov, pretože predpokladáme vyššie využívanie akumulovaných vlastných zdrojov. Pri splácaní záväzku predpokladáme postupný rast vlastného kapitálu na hranicu 70%. Rentabilita vlastného kapitálu postupne rastie z 8,6 % na 9,3 % po investícii do rozšírenia kapacít v roku 2012. Doba obratu aktív a pasív je stabilná.

Porovnávacie hodnoty sú rovnaké ako v kapitole Pomerové ukazovatele.

Tabuľka 21: Vybrané ukazovatele finančnej analýzy pre plánované výkazy (CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s., vlastné spracovanie)

Ukazovatele výkonnosti	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	1,7%	7,4%	6,5%	9,7%	8,9%
Rentabilita vlastného kapitálu z EAT	2,6%	8,6%	8,3%	9,8%	9,3%
Rentabilita tržieb z EAT	0,8%	2,4%	2,4%	2,8%	2,8%
Rentabilita tržieb z prevádzkového zisku	1,5%	3,4%	3,2%	3,9%	3,7%
Rentabilita tržieb z prevádzkového cash flow	7,1%	9,0%	10,6%	10,4%	11,0%

Ukazovatele dlhodobej finančnej rovnováhy	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Koeficient samofinancovania	0,52	0,62	0,58	0,73	0,71
Úrokové krytie z EBIT	1,48	9,23	12,54	10,16	14,15
Priemerná doba splácania dlhov (roky)	3,48	2,20	2,39	1,46	1,46
Úverová zadlženosť	14,6%	20,8%	19,5%	9,1%	0,0%

Ukazovatele aktivity	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Doba obratu zásob v dňoch	22,84	17,29	17,29	17,29	17,29
Doba obratu obchodných pohľadávok v dňoch	30,78	29,31	29,31	29,31	29,31
Doba obratu obchodných záväzkov v dňoch	24,69	17,52	17,52	17,52	17,52

Ukazovatele likvidity	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014
Okamžitá likvidita	0,003	0,013	0,013	0,023	0,068
Pohotová likvidita	0,421	0,452	0,435	0,728	0,952
Bežná likvidita	0,731	0,711	0,684	1,143	1,473

Na základe týchto výsledkov môžeme potvrdiť predpoklad pokračujúcej existencie podniku.

7 Návrh ohodnotenia

Hodnotený podnik CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. je dcérskou spoločnosťou CHEMOSVIT, a.s., ktorý vlastní 100% akcií. 22 tis. kusov kmeňových akcií na meno v zaknihovanej podobe nie sú obchodované na verejnom trhu. Vyššie popísané analýzy boli vykonané v období január-apríl 2011. Rozhodný dátum ohodnotenia je 31. apríl 2011.

Postup výnosového ohodnotenia je založený na predpoklade pokračujúcej hodnoty a plánovaných peňažných tokoch. Použitá metóda DCF entity je považovaná za základnú a kalkuluje hodnotu celého podniku, počíta teda s plynúcimi budúcimi úžitkami pre vlastníkov aj veriteľov.

Pracovali sme s objektivizovanou hodnotou, volili sme teda dáta relatívne nevyvrátiteľné na základe predpokladov budúceho vývoja, konzultované s manažmentom podniku.

Výsledkom ohodnotenia výnosovou metódou je tzv. vnútorná hodnota „odvodená z fundamentálnych parametrov (definované peňažné toky, primeraná diskontná miera, voľba časových horizontov) subjektívne naplánovaných oceňovateľom“ (Krabec, 2009, s. 44) a v chápaní International valuation standards patrí medzi netrhové kategórie hodnoty.

7.1 Výpočet priemerných vážených nákladov kapitálu WACC

Vážené náklady predstavujú diskontnú mieru, ktorou sa preceňujú budúce peňažné toky z investovaného kapitálu do „prítomnej“ hodnoty k dátumu ohodnotenia. Náklady kapitálu vyčíslujeme použitím trhových informácií, výpočet na základe rizikových faktorov podniku nie je obsahom tejto práce.

Investovaný kapitál však musí zahŕňať len prevádzkovo nutné položky, ktoré vyvolávajú priame úrokové náklady. Vlastný kapitál a nákladové rezervy zaťažíme nákladmi vlastného kapitálu, úročené dlhodobé a krátkodobé záväzky nákladmi cudzieho kapitálu. Majetok prevádzkovo nepotrebný pripočítame až k výslednej hodnote výnosového ohodnotenia, ktoré teda nepočíta s peňažnými tokmi z tohto majetku.

7.1.1 Váhy zložiek kapitálu

Metodológia WACC počíta s trhovou hodnotou tak vlastného kapitálu (VK) ako cudzieho (CK). Vlastný kapitál Environchemu nie je verejne obchodovaný, podnik ani dlhodobo nevypláca dividendy, preto sme jeho hodnotu odhadli na základe priemernej kapitálovej štruktúry porovnateľného odvetvia, kde počiatočná štruktúra bola odhadnutá na základe priemerného koeficientu zadĺženia za odvetvie Environmental, kapitálový trh USA (damodaran.com, updated data, 1.5.2011). Z toho odvodený priemerný koeficient samofinancovania v účtovných hodnotách tvorí 45,8 % a v trhových hodnotách 70,9 %. Použitá cieľová štruktúra kapitálu v trhových hodnotách teda tvorí cca $VK/CK = 70/30$.

Za predpokladu nezmenenej bonity dlhu v budúcnosti, budeme považovať účtovnú hodnotu dlhodobých a krátkodobých úverov (s ručením holdingu CHEMOSVIT, a.s.), ako aj finančného lízingu, za dostatočný odhad ich trhovej hodnoty.

7.1.2 Náklady cudzieho kapitálu N_{CK}

Z celkového cudzieho kapitálu sme vylúčili neúročené položky a de facto zostali len dlhodobé záväzky z finančného lízingu (priemerné ročné náklady 4,0%), ostatné krátkodobé záväzky a bežný bankový úver (úrok na úrovni: 12 mesačný EURIBOR plus prirážka podniku = 4,2 %) (Sedláčková, 2000, s. 25-26).

Tabuľka 22: Priemerné náklady cudzieho kapitálu (Upravené podľa: Mařík, 2003)

Náklady na cudzí kapitál	n_{CK}	Trhová hodnota	Súčin
Výnos do doby splatnosti fin. nájmu	4,00%	117 594	4 704
Bežný bankový úver krátkodobý	4,20%	222 867	9 360
Suma		340 461	14 064
Priemerné náklady cudzieho úročeného kapitálu			4,13%

7.1.3 Náklady vlastného kapitálu N_{VK}

Na výpočet nákladov vlastného kapitálu použijeme základnú metódu CAPM (vid'. Teoretické východiská práce, kapitola Capital asset pricing model). Za predpokladu možnosti diverzifikácie nesystematického rizika podniku, počítame len so systematickým rizikom kapitálového trhu Slovenska.

Tabuľka 23: Výpočet nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM (Upravené podľa: Mařík, 2003)

r_f (aktuálna výnosnosť 10 ročných štátnych dlhopisov USA)	3,31%
Beta nezadlžené pre sektor Environmental (trh USA)	0,64
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. priemer 1926-2010)	5,01%
Rating Slovenskej republiky	A1
Koeficient zlyhania krajiny (rozdiel dlhopisov AAA - A1)	0,85%
Podiel volatility trhu akcií k trhu dlhopisov (odhad)	1,5
Celková riziková prémie krajiny Slovensko	1,28%
Riziková prémie krajiny upravená o rozdiel inflácií (0,5%)	1,8%
Riziková prirážka za menšiu spoločnosť (odhad)	2,0%
Riziková prirážka za nízku likviditu (odhad)	1,0%
Cudzí/Mastný kapitál hodnoteného podniku (trhová hodnota)	54,21%
Daňová sadzba	19%
Beta zadlžená	0,921
Náklady vlastného kapitálu	12,7%

Keďže podnik nie je verejne obchodovaný, nepoznáme porovnateľný podnik s kótovanými akciami na verejnom trhu (metóda historické beta), koeficient *beta* určíme na základe priemerných údajov za odvetvie (metóda analógie). Predpokladáme však, že citlivosť odvetvia na zmeny kapitálového trhu sa nebude výrazne líšiť medzi krajinami (USA, SR) (Mařík, 2003, s. 191). Použijeme nezadlžené *beta* 0,64 trhu USA, odvetvie Environmental z januára 2011 (damodaran.com, updated data, 1.5.2011), ktoré po zohľadnení zadĺženia podniku v odhadovaných trhových cenách predstavuje 0,86.

Očakávanú rizikovú prémie Slovenska ($E(R_M) - r_f$) odhadneme z geometrického priemeru minulých hodnôt (obdobie 1926-2010) kapitálového trhu USA na 5,01 %, ktorú upravíme o rizikovú prémie Slovenska. S dlhodobým hodnotením A1 má Slovensko koeficient zlyhania krajiny (z angl. credit default swap spread) založený na obchodovaných štátnych dlhopisoch 0,85% (damodaran.com, updated data,

1.5.2011), aproximáciou o priemernú relatívnu volatilitu akciového trhu dostávame 1,28%. Keďže je Environchem vlastnený slovenskými investormi, je potrebná úprava o rozdiel inflácií, ktorý v roku 2010 činil +0,6% (miera USA - SR). Podľa odhadov mier inflácií v oboch štátoch v najbližších rokoch sa prikláňame k úprave rizikovej prémie Slovenska o +0,5%.

Počítame s bezrizikovou úrokovou mierou štátnych dlhopisov USA r_f s maturitou 10 rokov (z angl. daily treasury yeald curve rate), ktorá číni k 2.5.2011 3,31 % (treasurygov.com, interest rate statistics, 2.5.2011).

Výpočet WACC

Na základe želanej kapitálovej štruktúry sme odhadli, že trhovú hodnotu vlastného kapitálu je asi 1,8-násobok účtovnej. Podľa minulých a budúcich splátok finančného nájmu a nákladových úrokov sme odhadli nákladovú mieru 4,0 % p.a.. Kontokorentný úver je zaťažený priemerným úrokom vo výške Euribor (12 mesiacov) + 2 %. Ďalšie údaje a konečný výpočet je zhrnutý v nasledujúcej tabuľke.

Tabuľka 24: Výpočet WACC (Upravené podľa: Mařík, 2003)

Štruktúra kapitálu, stav k r. 2010 (účtovné hodnoty)	EUR
Vlastní kapitál + nákladové rezervy	827 626
Ostatné krátkodobé záväzky	92 335
Ostatné dlhodobé záväzky	117 594
Bankovní úvery dlouhodobé	0
Bankovní úvery krátkodobé	222 867
Zpoplatněný kapitál celkem	1 260 422

Vlastný kapitál	EUR
Počet akcií (ks)	22 000
Nominálna hodnota 1 ks	33,1939
Súčasná trhovú cena (odhad iteračným postupom)	63

Závazky z finančného lízingu	
Priemerný ročný náklad do doby splatnosti	4%
Splatonosť (rok)	6

Kontokorentný krátkodobý úver	
Euribor 12 mesiacov, apríl 2011	2,2%
Riziková prirážka banky	2,00%
Úroková miera celkom	4,20%
Splatonosť (rok)	1

Váhy položiek kapitálu	EUR	Váhy
Vlastný kapitál	1 314 478	75,2%
Ostatné krátkodobé záväzky	92 335	5,3%
Ostatné dlhodobé záväzky	117 594	6,7%
Bankovní úvery krátkodobé	222 867	12,8%
Cizí kapitál celkom	432 796	24,8%
Celkový zpoplatnený kapitál	1 747 274	100,0%

Položky kapitálu vo vzorci WACC	Váha	Náklad	Súčin
Vlastný kapitál	75,2%	12,7%	9,6%
Cizí kapitál po dani 19%	24,8%	3,3%	0,8%
Priemerné vážené náklady kapitálu			10,4%

7.2 Výnosová metóda diskontovaných peňažných tokov

Hodnota, ktorú majú k dispozícii vlastníci a veritelia podniku je podľa výnosového modelu DCF entity zohľadnená vo voľných peňažných tokoch do firmy (FCF). Základom výpočtu je plánovaný korigovaný VH z hospodárskej činnosti (z angl. corrected NOPAT), ktorý nezohľadňuje peňažné toky z prevádzkovo nepotrebného majetku ani jednorázové toky. Preto sme neplánovali predaj majetku dlhodobého ani krátkodobého, aktiváciu, neúčtujeme o finančnom majetku, mimoriadnej činnosti, výnosové úroky zanedbávame pre ich nízku úroveň. Celú hodnotu odpisov dlhodobého majetku v roku 2010 aj v plánovanom VZaS považujeme za odpisy prevádzkového majetku.

Tabuľka 25: Pomocné údaje z plánovanej súvahy a výkazu ziskov a strát (Upravené podľa: Mařík, 2003)

Investovaný prevádzkovo nutný kapitál k:	2010	2011	2012	2013	2014
Prevádzkovo nutná likvidita (okamžitá)	0,006	0,036	0,036	0,036	0,036
Krátkodobé záväzky	321 772	275 088	323 834	293 014	365 118
Prevádzkovo potrebný finančný majetok	1 850,0	7 409,0	8 003,0	8 753,8	9 592,6
Prevádzkovo nepotrebný finančný majetok	0,0	91,0	9 379,6	9 979,8	15 309,4
Prevádzkovo potrebný dlhodobý majetok	1 167 773	1 000 696	1 208 061	977 645	1 121 670
Nutný upravený pracovný kapitál	131 511	159 538	175 290	195 201	217 444
Investovaný kapitál celkom	1 299 284	1 160 235	1 383 351	1 172 846	1 339 113
Korigovaný prevádzkový HV	39 357	104 210	107 345	142 901	147 199
Korigovaný prev. HV po upravenej dani	31 879	84 410	86 950	115 749	119 231

Investície v nasledujúcej tabuľke vystupujú ako brutto, obnovujúce aj rozširujúce. V rokoch 2012 a 2014 sú naplánované veľké nákupy dlhodobého hmotného majetku, ktoré prevyšujú ročné odpisy a spôsobujú záporný FCF. Čo znamená, že peňažné toky nebudú k dispozícii vlastníkom a veriteľom, práve naopak, podnik bude musieť čerpať zo zdrojov nadobudnutých z minulých rokov. Tento fakt znižuje hodnotu prvej fázy výpočtu. Predpokladáme však, že manažment podniku prijíma len investičné príležitosti s kladnou čistou súčasnou hodnotou. Prvá fáza výpočtu hodnoty brutto podniku zahŕňa prognózované peňažné toky v období 2011-2014, diskontované k rozhodnému dátumu hodnotenia.

Tabuľka 26: Plánované voľné peňažné toky do firmy v prvej fáze (Upravené podľa: Mařík, 2003, s. 155)

Voľné cash flow pre prvú fázu k roku (t)		2011	2012	2013	2014
Korigovaný VH z hospodárskej činnosti		104 210	107 345	142 901	147 199
Upravená daň		19 800	20 396	27 151	27 968
Korigovaný VZHČ po dani		84 410	86 950	115 749	119 231
Odpisy		237 077	292 635	300 416	355 975
Úpravy o nepeňažné operácie (zmena rezerv)		0	0	0	0
Investície do nutného dlhodobého majetku		-70 000	-500 000	-70 000	-500 000
Investície do nutného pracovného kapitálu		-28 027	-15 752	-19 911	-22 243
FCFFt		223 459	-136 167	326 255	-47 036
Odúročiteľ pre diskontnú mieru (iK)	10,40%	0,9058	0,8205	0,7432	0,6732
Diskontované FCFt k 31. 4. 2011		202 409	-111 721	242 465	-31 663

Druhá fáza naväzuje na rok 2015 a počíta pokračujúcu hodnotu do nekonečna. Predpokladáme, že z dlhodobého hľadiska sa stabilizujú výkonnostné ukazovatele ako zisková marža, rentabilita kapitálu, rentabilita investícií (rI) a miera investícií (mI), ktoré zabezpečia stabilný rast voľného peňažného toku. Parametrický vzorec používa vybrané ukazovatele (viď. Tabuľka 27). Rentabilita investícií (rI) je problémový ukazovateľ na predikciu z dôvodu vysokých výkyvov v plánovaných ročných investíciách. Priemernú hodnotu sme odvodili z pomeru tempa rastu KPV (g) a miery investícií (mI). Hodnota (rI) by sa mala v dlhom období rovnať nákladom kapitálu. Priemerná miera investícií časovej rady 2010-2014 je 9,1 %. Priemer rastu KVP (g) by sa mal v dlhom období rovnať priemernému rastu HDP Slovenska.

Tabuľka 27: Výkonnostné faktory pokračujúcej hodnoty (Upravené podľa: Mařík, 2003)

Vybrané faktory tvorby pokračujúcej hodnoty	
Tempo rastu investovaného kapitálu (K)	4,90%
Tempo rastu KPV po dani (g)	6,00%
Míra investíc netto do DM a PK (m_I)	51,92%
Rentabilita investíc netto (r_I)	11,56%

Matematické vzťahy výpočtu pokračujúcej hodnoty sú uvedené v Teoretické východiská práce, kapitola Techniky výpočtu DCF.

Tabuľka 28: Pokračujúca hodnota v prvom neprognozovanom roku 2015 podľa Gordonovho a Parametrického vzorca (Upravené podľa: Mařík, 2003)

Pokračujúca hodnota v poslednom roku prognózy	EUR
FCFF 2015 pre Gordonov vzorec	60 769
Parametrický vzorec	1 381 109
Gordonov vzorec	1 381 109

Pokračujúcu hodnotu brutto 1,361 mil. EUR z roku 2015 diskontovaním premietneme do roku 2011 (Súčasná hodnota 2. fázy). Sčítaním prvej a druhej fázy dostaneme súčasnú hodnotu celého podniku. Odčítaním úročených záväzkov (stav k začiatku roku 2011) získame hodnotu netto vlastného kapitálu (z prevádzkovo nutného majetku). Hodnotu nenavyšujeme, keďže podnik sa nevenuje nijakej vedľajšej činnosti a v roku 2010 nevykazoval žiadny prevádzkovo nepotrebný fin. majetok.

Tabuľka 29: Výsledná hodnota VK podľa DCF entity (Upravené podľa: Mařík, 2003)

Výpočet hodnoty brutto a netto	EUR
Súčasná hodnota 1. fázy	301 490
Súčasná hodnota 2. fázy	929 719
Prevádzková hodnota brutto	1 231 209
Úročený cudzí kapitál k 1.1.2011	432 796
Prevádzková hodnota netto	798 413
Prevádzkovo nepotrebný majetok	0
Výsledná hodnota vlastného kapitálu podľa DCF entity	798 413

Hodnota vlastného kapitálu podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. zostavená metódou diskontovaných peňažných tokov (postup entity) je 798 tis. EUR.

Záver

Cieľom mojej diplomovej práce bolo určiť objektivizovanú hodnotu vlastného kapitálu podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. na základe trhových dát a subjektívnych plánov manažmentu podniku k rozhodnému dátumu 31.4.2011. Na ohodnocovanie bola zvolená výnosová metóda diskontovaných peňažných tokov vo variante entity. Zadávatelom ohodnocovania je manažment podniku. Výsledná hodnota bude zohľadnená pri uplatňovaní manažmentu riadenia hodnoty podniku.

Bola vykonaná strategická analýza okolia, konkurenčných síl, vnútorných zdrojov a schopností podniku a finančná analýza, ktorých cieľom bolo potvrdiť predpoklad o neobmedzenej existencii podniku a vytvoriť podklady pre predikciu tržieb. Analýzy ukázali, že podnik v súčasnosti nemá významného konkurenta na domácom trhu, ale v zahraničí. Relevantný trh – odvetvie výroby výrobkov z plastu a gummy má rastové tendencie a manažment zhodnotil pozitívne aj vnútorný potenciál podniku. Nedostatky sa prejavujú v ukazovateľoch likvidity, rentability a podkapitalizovania majetku. Treba však podotknúť, že analyzované obdobie bolo ovplyvnené hospodárskou krízou hlavne v roku 2009, kedy sa znížila výroba a následne podnik účtoval o strate, predĺžila sa doba obratu zásob a doba splatnosti záväzkov, zvýšila sa úroková zadlženosť majetku. V roku 2010 naopak zaznamenávame extrémny nárast v ukazovateľoch.

Výnosová metóda vychádza z finančného plánu na obdobie 2011-2014. Investície do prevádzkovo potrebného majetku (dlhodobý hmotný majetok, upravený pracovný kapitál) sú financované z vlastných zdrojov, dlhodobých finančných nájmov a krátkodobého bežného úveru. Náklady vlastného kapitálu boli určené metódou CAPM. Použitá diskontná miera je vo výške priemerných vážených nákladov kapitálu.

Hodnota brutto podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. k 31.4.2011 vyčíslená metódou entity je 1,231 mil. EUR. Po odčítaní trhovej hodnoty cudzieho kapitálu tvorí hodnota netto vlastného kapitálu 798 413 EUR.

Zoznam použitých zdrojov

- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. Stanovení hodnoty firem. 1. vydanie. Praha : Victoria Publishing, 1991. 359 s. ISBN 80-85605-41-4.
- HÁLEK, V. Oceňování majetku v praxi. 1. vydanie. Bratislava: DonauMedia, 2009. 247 s. ISBN 978-80-89364-07-7.
- KRABEC, T. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vydanie. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 987-247-2865-0.
- MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku, proces ocenění, základní metody a postupy. 2. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vydanie. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK, M. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku, ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. 2. rozšířené vyd. Praha: Ekopress, 2005. 146 s. ISBN 80-86119-61-0.
- SEDLÁČKOVÁ, H.: Strategická analýza. 1. vydanie. Praha, C. H. Beck 2000. 121 s. ISBN 80-7179-422-8.
- VORBOVÁ, H.: Výkaz cash flow a finanční analýza. Praha, LINDE 1999. ISBN 80-86131-09-2.

- Bariak, L. Euroval možno narastie. Zaplatilo by to aj Slovensko [online]. 27.11.2010 [cit. 2011-04-01]. Dostupné z: <<http://aktualne.centrum.sk/ekonomika/slovensko-a-ekonomika/clanek.phtml?id=1220755>>.
- Cveček, D. Elektronický šrot väčšinou skončí na skládkach. ETREND [online]. 08.12.2003 [cit. 2011-02-29]. Dostupné z: <[http:// ekonomika.etrend.sk/ ekonomika-slovensko/ elektronicky-srot-vacsinou-skonci-na-skladkach.html](http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/elektronicky-srot-vacsinou-skonci-na-skladkach.html)>.
- Cveček, D. Likvidáciu elektronického šrotu zaplatia spotrebitelia. ETREND [online]. 20.04.2004 [cit. 2011-02-29]. Dostupné z: <[http:// ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/likvidaciju-elektronickeho-srotu-zaplatia-spotrebitelia.html](http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/likvidaciju-elektronickeho-srotu-zaplatia-spotrebitelia.html)>.

- ČSÚ. Základní ukazovatele průmyslových subjektů podle sekcí CZ-NACE [online]. 10. 2010 [cit. 2011-04-18]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/AB0038AF7F/\\$File/80061003.pdf](http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/t/AB0038AF7F/$File/80061003.pdf).
- ČTK. Ekonomike už pomohla aj spotreba domácností. ETREND [online]. 03.03.2011 [cit. 2011-02-28] Dostupné z: <http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/ekonomiku-uz-pomahala-tahat-aj-spotreba-domacnosti.html>.
- Damodaran Online [online]. 2011 [cit. 2011-04]. Home Page for Aswath Damodaran. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- Debnár, M. Vystrašené ropné trhy strácajú z Líbie nervy. ETREND [online]. 24.02.2011 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <http://ekonomika.etrend.sk/svet/vystrasene-ropne-trhy-stracaju-z-libye-nervy.html>.
- Euler Hermes. Weekly export risk outlook [online]. 09.03. 2011 [cit. 2011-04-01]. Dostupné z: <http://www.eulerhermes-aktuell.de/de/dokumente/weekly-export-risk-outlook-20110309.pdf>.
- Haluza, I. Bolestivé, no liečivé. ETREND [online]. 16.11.2006 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/bolestive-no-liecive-komentar.html>.
- Haluza, I. Ekológia je na chemikov čoraz prísnejšia. ETREND [online]. 10.10.2008 [2011-02-29]. Dostupné z: <http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/ekologia-je-na-chemikov-coraz-prisnejšia-.html>.
- Haluza, I. Chémia pribrzdila iba naoko. ETREND [online]. 10.10.2008 [cit. 2011-02-29]. Dostupné z: <http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/chemia-pribrzdila-iba-naoko-.html>.
- Haluza, I. Chémia, gumárenstvo, plasty a farmácia: Chémia nezvyčajne zrýchľuje. ETREND [online]. 02.10.2007 [cit. 2011-02-29]. Dostupné z: <http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/chemia-gumarenstvo-plasty-a-farmacia-chemia-nezvycajne-zrychluje.html>.

- ij. OECD: Slovenské oživenie s bolesťami. ETREND [online]. 19.11.2009 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <<http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/oecd-ozivenie-slovenskej-ekonomiky-s-bolestami.html>>.
- Luppová, S. Slovenská vláda mohla šetriť viac [online]. 07.04.2010 [cit. 2011-04-01]. Dostupné z: <<http://aktualne.centrum.sk/ekonomika/slovensko-a-ekonomika/clanek.phtml?id=1205359>>.
- MH SR – Odbor priemyslu a inovácií. Charakteristika vývoja strojárskeho priemyslu v roku 2008 [online]. 05.2009 [cit. 2011-04-11]. Dostupné z: <[www.economy.gov.sk/navrh—strategie-inovacie-v.../127535s](http://www.economy.gov.sk/navrh-strategie-inovacie-v.../127535s)>.
- MH SR. Vývoj chemického priemyslu v Slovenskej republike v roku 2008 [online]. 11.2009 [cit. 2011-04-02]. Dostupné z: <www.economy.gov.sk/vyvoj-chemickeho-priemyslu-v-slovenskej-republike-v-roku-2008/132334s>.
- mm.Slovensko spomalilo, eurozóna cúvla. ETREND [online]. 14.11.2008 [cit. 2011-02-28] Dostupné z: <<http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/slovensko-spomalilo-eurozona-cuvla.html>>.
- Múčka, F. Slovenská ekonomika krízu zvládne. ETREND [online]. 12.11.2008 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <<http://ekonomika.etrend.sk/ekonomika-slovensko/slovenska-ekonomika-krizu-zvladne.html>>.
- NBS. Vybrané makroekonomické ukazovatele [online]. 2011 [cit. 2011-04-01]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/OstatnePublik/ukazovatele.pdf>.
- orf. V Lieskovci pribudne recyklačný závod. ETREND [online]. 17.02.2008 [cit. 2011-04-10]. Dostupné z: <<http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/v-lieskovci-pribudne-recyklacny-zavod.html>>.
- Orfánus, D. Biznis s odpadom už nie je v kurze. ETREND [online]. 25.03.2009 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <<http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/biznis-s-odpadom-uz-nie-je-v-kurze.html>>.
- Sirota, L. Trh práce sa svojej pandémie vyhol. Zatiaľ. ETREND [online]. 11.09.2009 [cit. 2011-02-27] Dostupné z: <<http://blog.etrend.sk/lubos-sirota/2009/09/11/trh-prace-sa-svojej-pandemii-vyhol-zatial/>>.

- SITA. Otvorili recyklačnú linku na elektrický a elektronický odpad. ETREND [online]. 10.06.2004 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <<http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/otvorili-recyklacnu-linku-na-elektricky-a-elektronicky-odpad.html>>.
- Sobinkovič, B. Chemosvit má chémiu najmä v názve. ETREND [online]. 11.03.2004 [cit. 2011-02-29]. Dostupné z: <<http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/chemosvit-ma-chemiu-najma-v-nazve.html>>.
- Stamer, M. Country review: Slovak republic. Euler Hermes Kreditversicherung AG [online]. 17.06.2010 [cit. 2011-04-01]. Dostupné z: <<http://www.eulerhermes-aktuell.de/de/dokumente/country-review-slovakia-20100617.pdf>>.
- TREND. Investície mesiaca: Top 5 v septembri. ETREND [online]. 09.10.2008 [cit. 2011-02-28]. Dostupné z: <<http://firmy.etrend.sk/firmy-nefinancny-sektor/investicie-mesiaca-top-5-v-septembri.html>>.
- U.S. Department of treasury [online]. 2011 [cit. 2011-05]. Daily Treasury Yield Curve Rate. Dostupné z: <<http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>>.
- Informačný spravodajca CHEMOSVIT (2006-2011)
- Obchodný zákonník č. 513/1991 Zb. z. SR, v znení neskorších predpisov.
- Výročné správy podniku CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s. (2005-2010).
- Zákon č. 136/2001 Z. z. o ochrane hospodárskej súťaže, v znení neskorších predpisov.

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1: Kombinácie zložiek pracovného kapitálu a generátorov hodnoty pre výpočet náročnosti výkonov na jednotlivé zložky pracovného kapitálu	34
Tabuľka 2: Kapitálová účasť CHEMOSVITu, a.s. (50% a viac)	60
Tabuľka 3: Atraktivita trhu nakladania s plastovým odpadom k roku 2011	69
Tabuľka 4: Vnútorňý potenciál podniku	70
Tabuľka 5: Vnútorňý potenciál podniku – dlhodobý majetok a investície	71
Tabuľka 6: Varianty teoretických hodnôt v prognózovanom období 2011-2014	72
Tabuľka 7: Tempo rastu relevantného trhu, vývoj trhového podielu podniku a prognóza celkových tržieb	73
Tabuľka 8: Horizontálna analýza súvahy 2005-2010	76
Tabuľka 9: Horizontálna analýza výkazu ziskov a strát v období 2005-2010	76
Tabuľka 10: Vertikálna analýza súvahy 2004-2010	78
Tabuľka 11: Vertikálna analýza výkazu ziskov a strát v období 2004-2010	78
Tabuľka 12: Ukazovatele likvidity v rokoch 2004-2010	79
Tabuľka 13: Ukazovatele rentability v rokoch 2004-2010	79
Tabuľka 14: Ukazovatele aktivity v rokoch 2004-2010	80
Tabuľka 15: Dlhodobá finančná stabilita v rokoch 2004-2020	80
Tabuľka 16: IN 01 v rokoch 2007-2010	81
Tabuľka 17: Peňažné toky z činností v období 2004-2010	81
Tabuľka 18: Podiel vyvážených výrobkov na celkovom objeme v rokoch 2006-2010	83
Tabuľka 19: Plán výkazu ziskov a strát Environchemu na obdobie 2011-2014	85
Tabuľka 20: Plánovaná súvaha Environchemu v rokoch 2011-2014	86
Tabuľka 21: Vybrané ukazovatele finančnej analýzy pre plánované výkazy	87
Tabuľka 22: Priemerné náklady cudzieho kapitálu	90
Tabuľka 23: Výpočet nákladov vlastného kapitálu metódou CAPM	91

Tabuľka 24: Výpočet WACC	92
Tabuľka 25: Pomocné údaje z plánovanej súvahy a výkazu ziskov a strát	94
Tabuľka 26: Plánované voľné peňažné toky do firmy v prvej fáze	94
Tabuľka 27: Výkonnostné faktory pokračujúcej hodnoty	95
Tabuľka 28: Pokračujúca hodnota v prvom neprognozovanom roku 2015 podľa Gordonovho a Parametrického vzorca	95
Tabuľka 29: Výsledná hodnota VK podľa DCF entity	96
Tabuľka 30: Plán odpisov a investícií do dlhodobého majetku	113
Tabuľka 31: Pomocné údaje pre predikciu tržieb, ziskovej marže a pracovného kapitálu	114
Tabuľka 32: Súvaha za obdobie 2004-2010	116
Tabuľka 33: Výkaz ziskov a strát za obdobie 2004-2010	118

Zoznam grafov

Graf 1: Vývoj tržieb za vlastné výrobky Environchemu v rokoch 2006-2010	48
Graf 2: Stav štátneho rozpočtu, miera deficitu a miera dlhu verejnej správy SR v rokoch 2005-2010	54
Graf 3: Medziročný vývoj HDP SR v rokoch 2005-2010 (bázický rok cien 2000)	56
Graf 4: Indexy cien oproti rovnakému obdobiu min. roka za obdobie 2005-2010	57
Graf 5: Miera nezamestnanosti a index zamestnanosti v priemyselnej výrobe v rokoch 2005-2010	58
Graf 6: Vývoj indexu priemyselnej produkcie SR v rokoch 2005–2010, očistený o vplyv počtu pracovných dní, v skupinách NACE 23 a NACE 22 a sekcie C - priemyselná výroba (predošlý rok = 100 %)	62
Graf 7: Tržby za vlastné výkony a tovar v NACE 22 a 23 (Výroba výrobkov z gumy, plastu a ostat. nekovových minerálnych výrobkov)	63
Graf 8: Vývoj aktív a pridanej hodnoty vybraných podnikov v rokoch 2005-2010.....	66
Graf 9: Vývoj cien ropy Brent a ryže za 10 rokov	109
Graf 10: Celkové výdavky na výskum a vývoj ako % z HDP v rokoch 2001-2009 ..	109
Graf 11: Spojnica trendu dvoj-faktorovej závislosti tržieb relevantného trhu na HDP v rokoch 2004-2010	112

Zoznam schém

Schéma 1: Porterov model konkurenčnej štruktúry odvetvia	24
Schéma 2: Hodnotový reťazec podľa Portera	27
Schéma 3: Odvodenie prognózy tržieb	28
Schéma 4: Postup tvorby finančného plánu	36
Schéma 5: Korigovaný pracovný kapitál pre výpočet investovaného kapitálu	38
Schéma 6: Prehľad metód pre odhad nákladov vlastného kapitálu	44
Schéma 7: Aktivity podniku	48
Schéma 8: Analýza vnútorných zdrojov schopností podniku	108
Schéma 9: Výsledok viacnásobnej regresie pre závislosť vývoja tržieb relevantného trhu na premenných HDP a PPI (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)	112

Zoznam symbolov a skratiek

- APV – Adjusted present value (Upravená prítomná hodnota)
- BAT – Best available techniques (Najlepšie dostupné techniky)
- DCF – Discounted cash flow (Diskontovaný peňažný tok)
- DHM – Dlhodobý hmotný majetok
- DNM – Dlhodobý nehmotný majetok
- EBIT – Earnings before interest and taxes (Výsledok hospodárenia pred úrokmi a daňou)
- EÚ 27 – Európska únia (27 členov)
- FCF – Free cash flow (Voľný peňažný tok)
- IVS – International valuation standards (Medzinárodné ohodnocovacie štandardy)
- KPZ – Korigovaný prevádzkový zisk
- MH SR – Ministerstvo hospodárstva Slovenskej republiky
- NACE Rev. 2 - National classification of economic activities (Nomenklatúra ekonomických činností, druhá revízia)
- NOPAT – Net operating profit after tax (Prevádzkový zisk po zdanení)
- OKEČ – Odvetvová klasifikácia ekonomických činností
- PE – Polyetylén
- PP – Polypropylén
- PPI – Producer price index (Index výrobných cien)
- REACH - Regulation on Registration, Evaluation, Authorisation and Restriction of Chemicals (nariadenie EÚ o registrácii, hodnotení, autorizácii a obmedzovaní chemických látok)
- ROA – Return on assets (Rentabilita celkových aktív)
- ROE – Return on equity (Rentabilita vlastného kapitálu)
- ROS – Return on sales (Rentabilita tržieb)
- SARIO - Slovenská agentúra pre rozvoj investícií a obchodu
- SITA – Slovenská informačná a tlačová agentúra
- SWOT - Strengths, Weaknesses, Opportunities, and Threats
- ŠÚ SR – Štatistický úrad Slovenskej republiky
- VH_{ZHČ} - Výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti
- VZaS – Výkaz ziskov a strát

Zoznam príloh

Príloha 1: Analýza vnútorných zdrojov schopností podniku

Príloha 2: Grafické znázornenie vývoja vybraných veličín v čase

Príloha 3: Doplnujúce informácie k analýze mikro-prostredia

Príloha 4: Viacnásobná regresná analýza a extrapolácia časovej rady

Príloha 5: Pomocné údaje pre tvorbu plánovanej súvahy a výkazu ziskov a strát

Príloha 6: Súvaha a výkaz ziskov a strát za obdobie 2004-2010

Prílohy

Príloha 1: Analýza vnútorných zdrojov schopností podniku

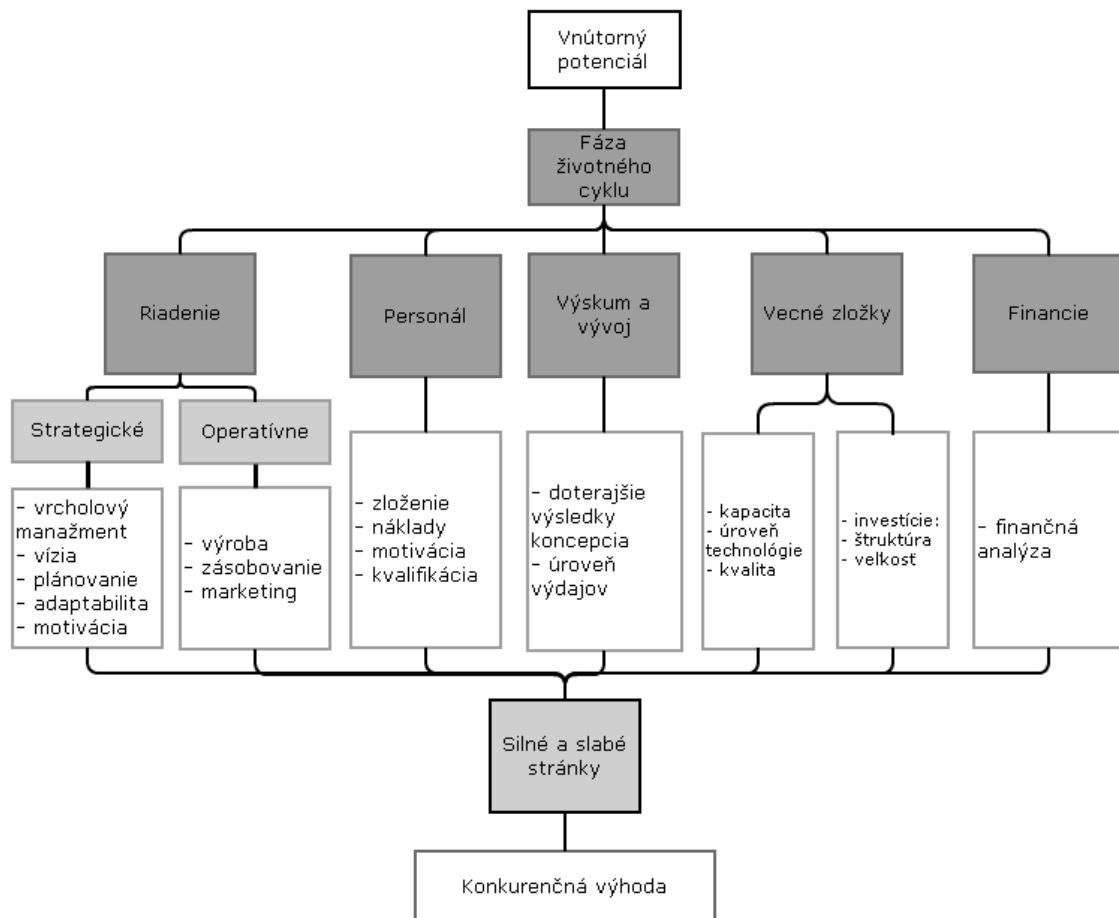
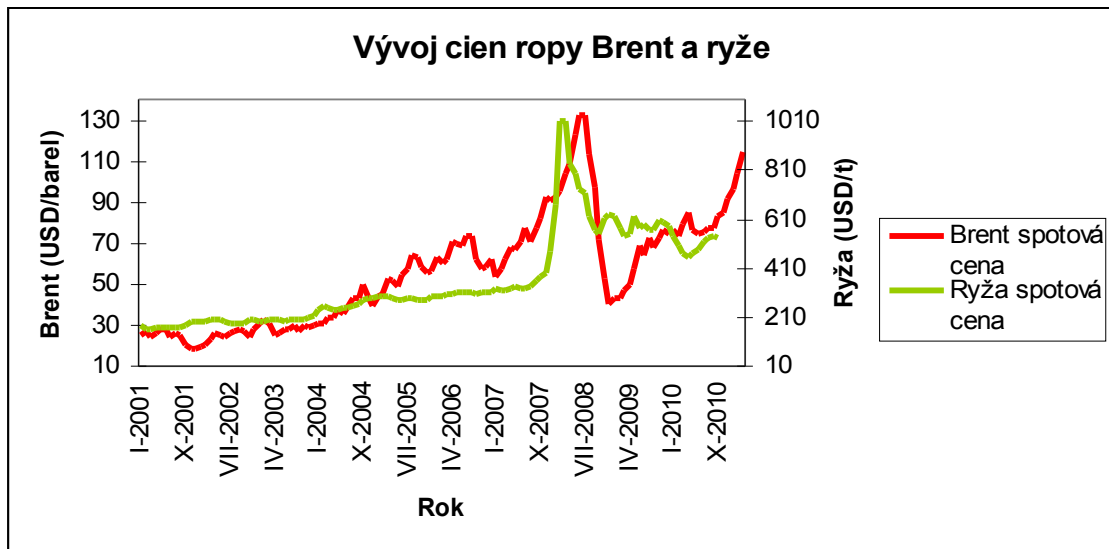
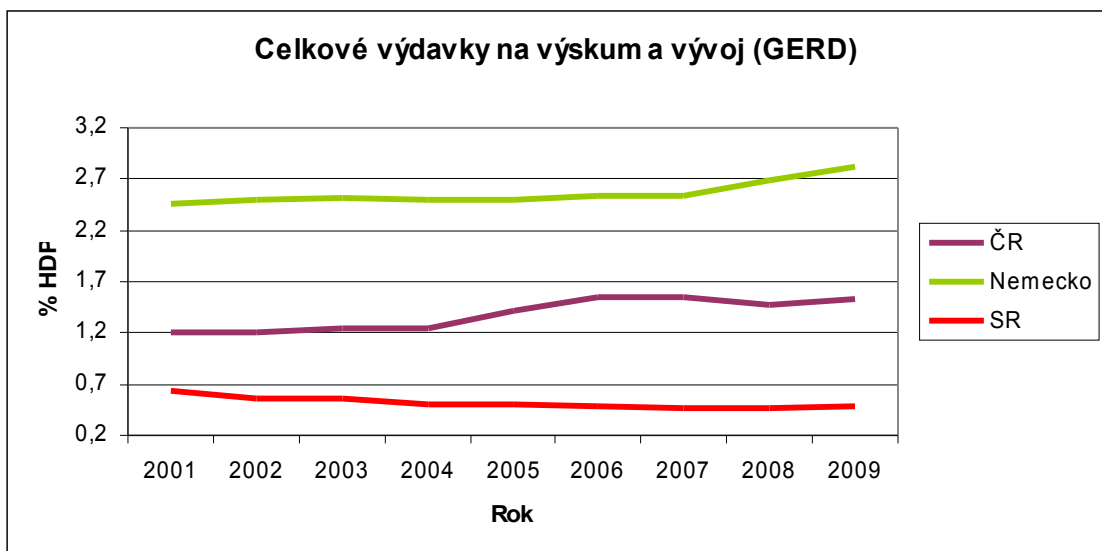


Schéma 8: Analýza vnútorných zdrojov schopností podniku (Zdroj: Mařík, 2003, s. 65)

Príloha 2: Grafické znázornenie vývoja vybraných veličín v čase



Graf 9: Vývoj cien ropy Brent a ryže za 10 rokov (Zdroj: International monetary fund, vlastné spracovanie)



Graf 10: Celkové výdavky na výskum a vývoj ako % z HDP v rokoch 2001-2009 (Zdroj: Eurostat, vlastné spracovanie)

Príloha 3: Doplnujúce informácie k analýze mikro-prostredia

Charakteristika vybraných podnikov chemického priemyslu SR

Výroba rafinovaných produktov reprezentuje najsilnejšiu zložku chemického priemyslu na Slovensku. Najväčší podiel na tržbách tvorí Slovnaft, a.s.(maďarský koncern MOL) s 3 141 mil. EUR v roku 2006, ktorý spracoval 5 640 kiloton ropy dovezenej z Ruska. Hospodárskou krízou klesol (najmä v Q4 2008) prevádzkový zisk na polovicu. V budúcnosti chce investovať do výroby etylénu a rozšíriť aj výrobu polyetylénu (SARIO, 2009).

Ťažiskom Nováckych chemických závodov, a.s. je vývoz produkcie najmä na trhy EÚ, pre ďalšie spracovanie u odberateľov. V septembri 2009 NCHZ, a.s. podali návrh na vyhlásenie konkurzu kvôli 19,6 mil. EUR pokute od Európskej komisie. Finančná skupina J&T odkúpila väčšinový balík akcií spoločnosti 1. garantovaná, ktorá je vlastníkom Nováckych chemických závodov a začala s prípravou postupného predaja spoločnosti.

Chemko, a. s., Strážske budú likvidovať. Chemko, a.s. sa malo aktívne zapojiť do likvidácie starých zásob PCB látok vo svojom areáli. Slovensko ich má na svojom území povinnosť zlikvidovať do roku 2010 (MH SR, 2009, s. 52).

Chemlon, s.r.o., Humenné (Rhodia Industrial Yarns, a.s.) bol v roku 2009 odstavený od dodávok energií, prestal vyrábať a prepustil 240 zamestnancov.

Firma Nexis Fibers, a. s., Humenné, ktorá sa zaoberá výrobou polyamidových vlákien, oznámila, že hromadne prepustia v roku 2009 200 zamestnancov z celkového počtu 323. Dôvodom má byť zhoršená situácia na trhu (MH SR, 2009, s. 53).

Spoločnosť SaFoSa Group, presťahoval výrobu zubných pást z Talianska do spoločnosti de Miclén, a. s. Levice v roku 2007. V roku 2009 sa vyrobilo asi 140 mil. kusov zubných pást. Takmer 90 % z nich je určených na export (MH SR, 2009, s. 53).

Petrochema, a.s., Dubová (strategický investor Petroenergy Vranov nad Topľou) by mala byť schopná spracovať takmer 600 tis. ton ropy po rekonštrukciách v roku 2009.

Chemosvit, a. s., Svit plánoval preinvestovať 250 miliónov Sk najmä do modernizácie výroby fólií a strojárkej výroby (MH SR, 2009, s. 54).

Medzinárodný holding pôsobiaci v oblasti chémie, poľnohospodárstva a potravinárstva Agrofert vlastní šalianske Duslo i bratislavský Istrochem (od roku 2008) (MH SR, 2009, s. 35).

Francúzska spoločnosť Steep Plast, s.r.o., Nitra investovala cca. 10 mil. EUR do výstavby závodu na plastové autokomponenty.

Závod Sony Slovakia (od roku 2010 Foxconn Slovakia) v Nitre prilákal subdodávateľov z oblasti plastov akými sú napr. Ryoka a Daidong.

Predpokladá sa, že nový závod spoločnosti Samsung v Trnave taktiež pritiahne dodávateľov plastových komponentov akými sú Hansol, Samjin a Hanil (SARIO, 2007, s. 5).

Nadnárodné koncerny sa na západe snažia robiť výskum, vývoj, technológie či modernejšie produkty a výrobu jednoduchších produktov alebo základných komodít na ďalšie spracovanie presúvajú do lacnejších krajín. Taktiež slovenské firmy ako Matador, Chemosvit, Grafobal zakladali nové podniky v Rusku, na Ukrajine či v Afrike, aby získali nové trhy a rozšírili výrobu (Haluza, 2006).

Investície v oblasti recyklácie plastových odpadov

Spoločnosť Elektro Recycling otvorila linku na recyklovanie elektrického a elektronického odpadu v Slovenskej Ľupči. Zariadenie pracuje na princípe suchej separácie. Odpad sa v nej drví a magneticky, vibračne alebo prúdom vzduchu separuje. Výsledkom je roztriedená plastová, sklená alebo kovová drvina. Linka má kapacitu 10 tis. ton. Podnik chce recyklovať odpad od výrobcov a dovozcov spotrebičov z územia Slovenska, Česka a časti Maďarska a Poľska (SITA, 2004).

Spoločnosť Castor&Pollux otvára v Lieskovci pri Zvolene recyklačný závod na plastový odpad najmä zo starých automobilov. Investícia za zhruba 12,8 mil. EUR vytvorí 30 pracovných miest. Spracovanie plastových odpadov bude riešené inovatívnou technológiou, finálny produkt závodu bude tekutá uhlíková zmes, ktorá má podobné vlastnosti ako vykurovací olej (orf, 2008).

Príloha 4: Viacnásobná regresná analýza a extrapolácia časovej rady

VÝSLEDEK

Regresní statistika	
Násobné R	0,913543911
Hodnota spoľehlivosti R	0,834562477
Nastavená hodnota spoľehlivosti	0,751843715
Chyba stŕ. hodnoty	279,0797128
Pozorování	7

ANOVA

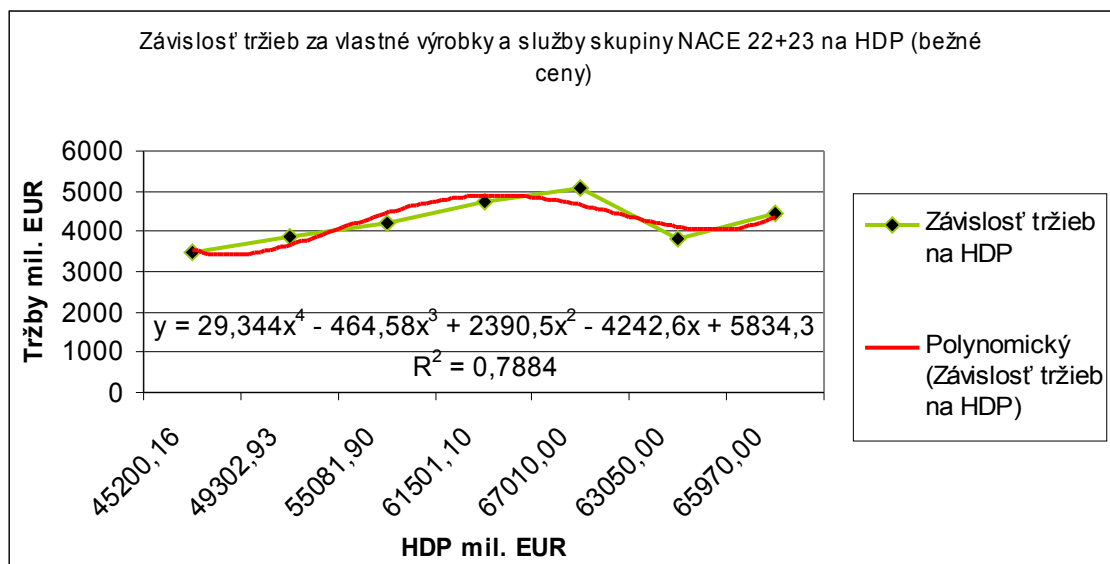
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	2	1571598	785798,8	10,08916	0,027369574
Rezidua	4	311541,9	77885,49		
Celkem	6	1883140			

	Koeficienty	ba stŕ. hodi	t stat	Hodnota P	Dolní 95%
Hranice	-7052,29419	3443,55	-2,04797	0,109943	-16613,14099
HDP; v bežných cenách	0,064618175	0,014635	4,41517	0,011554	0,023983456
Index výrobných cien priem.	73,32917327	29,35019	2,498423	0,066879	-8,160184691

REZIDUA

Pozorování	Očekávané Tržby za vlastné výrobky a služby NACE 22+23	Rezidua
1	3450,694145	36,99297
2	3811,135476	77,53062
3	4455,880062	-234,859
4	4423,369096	341,523
5	5057,99502	16,53501
6	4164,143239	-346,717
7	4338,162476	108,9944

Schéma 9: Výsledok viacnásobnej regresie pre závislosť vývoja tržieb relevantného trhu na premenných HDP a PPI (Zdroj: ŠÚ SR, vlastné spracovanie)



Graf 11: Spojnica trendu dvoj-faktorovej závislosti tržieb relevantného trhu na HDP v rokoch 2004-2010 (Zdroj: SÚ SR, vlastné spracovanie)

Majetok celkom brutto	0,0	1 567 913,8	951 635,9	2 018 355,1	2 057 258,7	2 058 007,0	2 066 227,0	2 136 227,0	2 636 227,0	2 706 227,0	3 206 227,0
Stav majetku ku konci roka netto	902 110,6	1 185 885,3	670 649,6	1 645 222,5	1 484 465,0	1 313 161,0	1 167 773,0	1 000 696,4	1 208 061,1	977 644,9	1 121 669,8
Oprávy	0,0	382 028,6	280 986,4	373 132,6	572 793,9	744 829,0	898 437,0	1 135 513,6	1 428 148,9	1 728 565,1	2 084 540,2
Odpisy ročné účtovné	0,0	94 270,0	85 806,0	104 129,0	199 661,0	172 014,0	153 608,0	237 076,6	292 635,3	300 416,3	355 975,0
Investície netto	0,0	283 774,7	-515 235,7	974 572,9	-160 757,5	-171 304,0	-145 388,0	-167 076,6	207 364,7	-230 416,3	144 025,0
Investície brutto	0,0	413 229,7	18 123,3	1 790 843,9	39 434,5	710,0	8 220,0	70 000,0	500 000,0	70 000,0	500 000,0
Investičná náročnosť rastu tržieb 2010-2014	86,90%										

Upravené podľa: Mařík, 2003

Tabuľka 31: Pomocné údaje pre predikciu tržieb, ziskovej marže a pracovného kapitálu

TRŽBY	Minulosť							Prognóza				
	v EUR / Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Tempo rastu tržieb Environchem		90,78%	108,03%	114,65%	102,10%	55,55%	133,01%	115,10%	108,02%	109,38%	109,58%	
Tržby celkové Environchem	3177800	2884744	3116320	3573015	3648098	2026588	2695598	3102606	3351340	3665755	4016985,6	
Korigovaný VHzHČ pred odpismi	131 641	122 792	131 330	261 449	383 942	-83 364	181 487	310261	366467	406659	463005	
Priemerné tempo rastu VH	2004-2008	130,68%							2011-2014	114,28%		
ZISKOVÁ MARŽA	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Zisková marža z VHzHČ pred odpismi	4,14%	4,26%	4,21%	7,32%	10,52%	1,00%	6,73%	10,00%	10,93%	11,09%	11,53%	
Obchodná marža	1,21%	1,40%	1,70%	0,82%	0,21%	0,68%	0,84%	0,85%	0,86%	0,87%	0,87%	
Pridaná hodnota z výroby a obchodu	27,81%	28,79%	25,23%	26,96%	31,72%	26,70%	30,32%	30,52%	30,52%	30,53%	30,54%	
Osobné náklady	23,60%	24,59%	21,52%	19,20%	20,71%	30,04%	22,85%	19,30%	18,37%	18,22%	17,79%	
Dane a poplatky	0,08%	0,08%	0,06%	0,04%	0,05%	0,68%	0,57%	0,22%	0,22%	0,22%	0,22%	
Ostatné prevádzkové položky	0,15%	-0,09%	0,56%	-0,40%	-0,44%	-0,10%	-0,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Výkonová spotreba	54,76%	56,11%	57,90%	61,18%	65,33%	65,80%	57,33%	57,33%	57,33%	57,33%	57,33%	

PRACOVNÝ KAPITÁL	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>a) Doba obratu v dňoch / Rok</i>											
Zásoby celkom	2,03	5,67	7,01	16,99	26,89	55,89	25,65	20,81	20,81	20,81	20,81
Materiál	0,16	0,08	1,01	2,77	2,06	0,83	1,30	2,04	2,04	2,04	2,04
Nedokončená výroba a polotovary	0,98	0,53	3,84	1,96	5,81	5,15	2,78	3,52	3,52	3,52	3,52
Výrobky	0,87	3,41	1,38	10,34	18,60	47,10	21,54	14,47	14,47	14,47	14,47
Tovar	0,03	1,65	0,50	1,92	0,42	2,82	0,00	0,78	0,78	0,78	0,78
Pohľadávky voči odberateľom	29,08	31,31	31,59	34,59	21,81	26,01	30,78	29,31	29,31	29,31	29,31
Krátkodobé záväzky celkom	14,13	24,73	22,74	25,38	19,53	52,06	31,07	24,36	24,36	24,36	24,36
Záväzky z obchodného styku	6,39	16,57	14,96	19,20	12,19	43,66	24,69	17,52	17,52	17,52	17,52
Záväzky k zamestnancom	3,53	3,93	3,30	2,96	3,16	4,82	3,61	3,25	3,25	3,25	3,25
Záväzky zo soc. zabezpečenia	3,29	3,57	3,12	2,74	2,93	3,08	2,36	2,79	2,79	2,79	2,79
Záväzky voči štátu	0,92	0,66	1,36	0,49	1,26	0,50	0,41	0,80	0,80	0,80	0,80
<i>b) Prevádzkovo nutné peniaze v EUR / Rok</i>											
Finančné účty	42 488	1 095	39 501	15 999	8 896	1 702	1 850				
Likvidita okamžitá	0,3234	0,0054	0,1975	0,0431	0,0285	0,0041	0,0057	0,0358	0,0358	0,0358	0,0358
<i>c) Upravený pracovný kapitál v EUR / Rok</i>											
Zásoby	17659,2	44845,0	59815,4	166334,7	268771,0	310310,0	189460,0	176901,2	191083,2	209010,2	229036,3
Pohľadávky voči odberateľom	253170,0	247493,9	269733,8	338578,0	217984,0	144413,0	227347,0	249152,3	269126,7	294375,5	322580,8
Peněžní prostředky provozně nutné	42488,2	1095,4	39500,8	15999,5	8896,0	1702,0	1850,0	7409,0	8003,0	8753,8	9592,6
Krátkodobé nutné závazky	123049,9	195479,0	194151,2	248489,7	195180,0	289030,0	229437,0	207087,7	223689,8	244675,9	268119,2
Upravený pracovní kapitál	190267,5	97955,3	174898,8	272422,5	300471,0	167395,0	189220,0	226374,8	244523,1	267463,7	293090,5
Koeficient náročnosti rastu tržieb na pracovný kapitál	2004-2008	23,43%					2010-2014	7,86%			

Upravené podľa: Mařík, 2003

Príloha 6: Súvaha a výkaz ziskov a strát za obdobie 2004-2010

Tabuľka 32: Súvaha za obdobie 2004-2010

€	CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Spolu majetok	1274281	1508996	1140543	2186384	2037576	1814042	1635057
A.	Neobežný majetok	945164	1185886	723130	1646053	1484465	1318000	1172612
A.II.	Dlhodobý hmotný majetok	945164	1185886	723130	1646053	1484465	1318000	1172612
A.II.2.	Stavby	2224	8564	0	0	3585	3451	3331
A.II.3.	Samostat.hnut. veci a súbory hnut. vecí	899887	1177322	670650	1645223	1480880	1309710	1164442
A.II.6.	Ostatný dlhodobý hmotný majetok	0	0	0	0	0	0	0
A.II.8.	Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	0	0	830	830	0	4839	4839
A.II.9.	Poskytnuté preddavky na DHM	43053	0	51650	0	0	0	0
B.	Obežný majetok	326097	320355	413463	535650	548662	492415	458942
B.I.	Zásoby	17659	44845	59815	166335	268771	310310	189460
B.I.1.	Materiál	1361	664	8597	27119	20580	4594	9601
B.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	8498	4182	32762	19186	58090	28575	20521
B.I.4.	Výrobky	7535	26987	11784	101208	185952	261503	159092
B.I.6.	Tovar	266	13012	4249	18821	4149	15638	0
B.I.7.	Poskytnuté preddavky na zásoby	0	0	2423	0	0	0	246
B.III.	Krátkodobé pohľadávky	265950	274414	314147	353316	270995	180403	267632
B.III.1.	Pohľadávky z obchodného styku	253170	247494	269734	338578	217984	144413	227347
B.III.6.	Štát - daňové pohľadávky	10025	26456	43982	14273	50820	35609	35440
B.III.7.	Iné pohľadávky	2755	465	398	465	2191	381	4845
B.IV.	Finančné účty	42488	1095	39501	15999	8896	1702	1850
B.IV.1.	Peniaze	1295	664	963	564	1826	1572	1661
B.IV.2.	Účty v bankách	41194	432	38538	15435	7070	130	189
c.	Časové rozlíšenie	3021	2755	3950	4680	4449	3627	3503

	Spolu vlastné imanie a záväzky	1274281	1508996	1140543	2186384	2037576	1814042	1635057
A.	Vlastné imanie	976300	998473	791741	886842	1043981	762354	783341
A.I.	Základné imanie	727113	727113	730266	730266	730266	730266	730266
A.I.1.	Základné imanie	727113	727113	730266	730266	730266	730266	730266
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0
A.II.3.	Zákonný rezervný fond z kapital. Vkladov	0	0	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy zo zisku	13244	14904	15900	18622	28148	44158	0
A.III.1.	Zákonný rezervný fond	13244	14904	15900	18622	28148	44148	0
A.III.3.	Statutárne a ostatné fondy	0	0	0	0	0	10	0
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	219810	247859	18456	42887	128394	269418	32089
A.IV.1.	Nedeliteľný zisk minulých rokov	219810	247859	18456	42887	128394	269418	32089
A.V.	VH bežného účtovného obdobia	16132	8564	27119	95067	157173	-281488	20986
B.	Záväzky	224822	442807	286530	1242714	942243	1005789	811271
B.I.	Rezervy	31899	28580	32928	35484	37609	16583	32930
B.I.1.	Rezervy zákonné dlhodobé	0	0	0	0	0	0	0
B.I.2.	Rezervy zákonné krátkodobé	31899	28580	32928	35484	26157	16583	23437
B.I.3.	Ostatné dlhodobé rezervy	0	0	0	0	0	0	0
B.I.4.	Ostatné krátkodobé rezervy	0	0	0	0	11452	0	32937
B.II.	Dlhodobé záväzky	61542	58720	53641	575914	434010	313230	209535
B.II.8.	Záväzky zo sociálneho fondu	10456	9294	9427	9859	10688	10594	9514
B.II.9.	Ostatné dlhodobé záväzky	10456	3618	0	498838	329981	207815	117594
B.II.10.	Odložený daňový záväzok	40629	45808	44214	67218	93341	94821	82427
B.III.	Krátkodobé záväzky	131382	204508	199960	371440	312355	412549	322495
B.III.1.	Záväzky z obchodného styku	55633	130983	127697	187977	121855	242424	182340
B.III.2.	Newfaktúrované dodáky	1461	1792	2191	863	896	0	690
B.III.6.	Záväzky voči zamestnancom	30771	31070	28148	28945	31534	26762	26625
B.III.7.	Záväzky zo sociálneho zabezpečenia	28613	28182	26655	26787	29244	17090	17430
B.III.8.	Daňové záväzky a dotácie	8033	5245	11651	4780	12547	2754	3042
B.III.9.	Ostatné záväzky	6871	7236	3618	122087	116279	123519	92368
B.V.	Bankové úvery a výpomoci	0	150999	0	259875	158269	263427	222867
B.V.2.	Bežné bankové úvery	0	150999	0	259875	158269	263427	222867
c.	Casové rozlíšenie	73159	67716	62272	56828	51352	45899	40445

Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.

Tabuľka 33: Výkaz ziskov a strát za obdobie 2004-2010

€	CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I.	Tržby z predaja tovaru	592333	475924	578791	453078	115331	165678	355630
A.	Náklady vynaložené na obstar. predaného tovaru	554019	435673	525725	423687	107619	151976	332894
+	OBCHODNÁ MARŽA	38315	40251	53066	29373	7711	13702	22736
II.	VÝROBA	2585467	2408820	2537530	3119937	3532767	1860910	2339968
II.1.	Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	2590191	2393669	2524182	3044038	3409122	1814879	2450433
B.	VÝROBNÁ SPOTREBA	1740081	1618510	1804322	2186043	2383273	1333509	1545487
+	PRIDANÁ HODNOTA	883700	830561	786298	963267	1157205	541103	817217
C.	Osobné náklady	750088	709262	670683	685976	755390	608732	615972
D.	Dane a poplatky	2409	2267	1805	1394	1947	13726	15253
E.	Odpisy DNM a DHM	88824	94267	85790	104130	199665	172027	153608
IV.	Ostatné výnosy z HČ	17477	6327	40032	5453	7249	5457	11612
*	VÝSLEDOK Z HOSPODÁRENIA Z HOSPOD.ČINNOSTI (prevádzkový zisk)	44090	33653	46376	175963	184521	-255391	27879
X.	Výnosové úroky	2250	126	83	133	98	2	1
N.	Nákladové úroky	594	5225	5739	26940	37118	23214	18030
*	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA Z FIN.ČINNOSTI	-10757	-6277	-12919	-56851	7601	-24657	-19287
S.	Daň z príjmov z bežnej činnosti	17211	18792	6330	24032	34955	1440	-12394
**	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA Z BEŽNEJ ČINNOSTI po zdanení	16122	8584	27127	95081	157185	-281488	20986
*	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA Z MIMORIAD. ČINNOSTI po zdanení	0	0	0	0	0	0	0
***	VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA ZA ÚČTOVNÉ OBDOBIE po zdanení (EAT)	16122	8584	27127	95081	157185	-281488	20986

Zdroj: CHEMOSVIT ENVIRONCHEM, a.s.