

Projekt stanovenia hodnoty podniku Cemmac, a.s. pomocou vybraných výnosových metod oceňovania

Bc.Milan Lamačka

Diplomová práca
2015



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2014/2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Milan Lamačka**
Osobní číslo: **M12450**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **prezenční**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku Cemmac, a.s. pomocí vybraných výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši týkající se metod a postupů využívaných pro stanovování hodnoty podniku se zaměřením na výnosové metody.

II. Praktická část

- Proveďte analýzu vývoje vnějších a vnitřních podmínek pro hospodaření společnosti Cemmac, a.s.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vývoje trhu zpracujte dlouhodobý finanční plán.
- Vypracujte projekt ocenění podniku Cemmac, a.s. pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

ALLMAN, Keith A. Corporate valuation modeling: a step-by-step guide. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 275 s. ISBN 978-0-470-48179-0.
DAMODARAN, Aswath. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley and Sons, c2011, 230 s. ISBN 978-1-118-00477-7.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
MAŘÍK, Miloš. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. Přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-861-1961-0.
PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009, 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Libor Fojtík
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 16. února 2015
Termín odevzdání diplomové práce: 27. dubna 2015

Ve Zlíně dne 16. února 2015



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

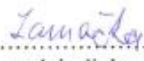
Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen přípouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považuji se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

1. že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně


.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je zjistit hodnotu podniku Cemmac, a.s. k 1.1.2014 využitím výnosových metod oceňování. Teoretická část definuje podnik, jeho hodnotu a za a poskytuje přehled o různých metodách oceňování. Analytická část se zabývá strategickou analýzou společnosti, která hlavně mapuje silné a slabé stránky podniku a taky jeho výnosový potenciál. Využitím metod a postupů finanční analýzy je posouzeno finanční zdraví podniku a vývoj hospodářství v minulosti. Projektová část se zabývá sestavením finančního plánu, který je sestaven na základe finančního zdraví podniku a stanovením hodnoty podniku jako syntézy vybraných výnosových metod.

Klíčová slova: finanční analýza, hodnota podniku, strategický finanční plán, strategická analýza, výnosové metody oceňování

ABSTRACT

The aim of this thesis is the determinativ of the value of the company Cemmac, a.s. on 1.1.2014 by using the yield methods of valuation. The theoretical part defines the company, its value and provides an overview of the different valuation methods. The analytical part presents strategic analysis of the company, which mainly showcases the strengths and weaknesses of the company and also its yield potential. The development of company economy and financial health of company is judged by methods and techniques of financial analysis. Project part deals with the financial plan, which is based on a company's financial health and determining the value of the company as a fusion yield of selected methods.

Keywords: financial analysis, company value, strategicfinancial plan, strategic analysis, yield methods of valuation

Za poskytnuté rady a odbornú pomoc pri vypracovaní mojej bakalárskej práce by som chcel poďakovať Ing. Liborovi Fojtíkovi a vedúcej oddelenia informačnej sústavy CEMMAC, a.s. Ing. Ľubici Galkovej.

Prohlašuji, že odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OCEŇOVANIE PODNIKU	13
1.1 DEFINÍCIA PODNIKU	13
1.2 PODNIK AKO TOVAR	14
1.3 DÔVODY OCENENIA PODNIKU.....	15
1.3.1 Ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami	16
1.3.2 Ocenenie, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám	16
1.4 HLADINY HODNOTY	17
1.4.1 Kategoríe hodnoty	17
1.4.1.1 Tržná hodnota	18
1.4.1.2 Subjektívna (investičná) hodnota.....	19
1.4.1.3 Objektivizovaná hodnota	20
1.4.1.4 Kolínska škola.....	21
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	23
2.1 FAKTOR ČASU.....	23
2.2 FAKTOR RIZIKA	24
2.2.1 Klasifikácia rizika	24
2.3 DISKONTNÁ MIERA.....	26
2.3.1 Diskontná miera a riziko	26
2.3.2 Diskontná miera a účel ocenenia.....	26
3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU	28
3.1 ZBER VSTUPNÝCH DÁT	29
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	29
3.2.1 Účel strategickej analýzy	30
3.2.2 Postup strategickej analýzy	31
3.3 FINANČNÁ ANALÝZA	32
3.3.1 Úplnosť a správnosť vstupných dát	32
3.3.2 Analýza základných účtovných výkazov	32
3.3.3 Analýza absolútnych ukazovateľov	33
3.3.4 Analýza pomerových ukazovateľov.....	34
3.4 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO POTREBNÉ A NEPOTREBNÉ	34
3.4.1 Najčastejšie prevádzkovo nepotrebné aktíva	34
3.4.2 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál.....	35
3.4.3 Korigovaný výsledok hospodárenia	35
3.5 GENERÁTORY HODNOTY	36
3.6 FINANČNÝ PLÁN	36
4 METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU	38
4.1 OCEŇOVANIE NA ZÁKLADE ANALÝZY VÝNOSOV	38
4.1.1 Metódy diskontovaných peňažných tokov	38
Investovaný kapitál	39
4.1.2 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov	44

4.1.3	Kombinované výnosové metódy	46
4.1.4	Metóda ekonomickej pridanej hodnoty	48
4.2	MAJETKOVÉ METÓDY OCEŇOVANIA	49
4.2.1	Likvidačná hodnota	49
II	PRAKTICKÁ ČASŤ	51
5	CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI	52
5.1	ZÁKLADNÉ ÚDAJE O SPOLOČNOSTI A PREDMET PODNIKANIA	52
5.2	POPIS SPOLOČNOSTI A HISTÓRIA	53
5.3	HLAVNÉ PODNIKOVÉ PRINCÍPY SPOLOČNOSTI	54
5.4	ORGANIZAČNÁ ŠTRUKTÚRA	55
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA	57
6.1	ANALÝZA A PROGNOZA RELEVANTNÉHO TRHU (ANALÝZA VONKAJŠIEHO POTENCIÁLU)	57
6.1.1	Vymedzenie relevantného trhu	57
6.1.2	Odhad veľkosti relevantného trhu	58
6.1.3	Analýza atraktivity trhu	59
6.1.4	Prognóza vývoja trhu	61
6.2	ANALÝZA KONKURENCIE A VNÚTORNÉHO POTENCIÁLU PODNIKU	62
6.2.1	Stanovenie tržného podielu podniku	63
6.2.2	Identifikácia konkurentov	63
6.2.3	Analýza konkurenčnej sily podniku	65
6.3	PROGNOZA TRŽIEB OCEŇOVANÉHO PODNIKU	67
7	FINANČNÁ ANALÝZA	69
7.1	ANALÝZA ABSOLÚTNÝCH A TOKOVÝCH UKAZOVATEĽOV	69
7.1.1	Analýze majetkovej a finančnej štruktúry	69
7.1.2	Analýza výnosov a nákladov	70
7.1.3	Analýza výsledku hospodárenia	71
7.1.4	Analýza cash flow	72
7.2	ANALÝZA POMEROVÝCH UKAZOVATEĽOV	73
7.2.1	Analýza rentability	73
7.2.2	Analýza likvidity	74
7.2.3	Analýza aktivity	75
7.2.4	Analýza zadlženosti	77
7.3	ANALÝZA SÚHRNNÝCH UKAZOVATEĽOV	78
7.3.1	Altmanov model (Z-skóre)	78
7.3.2	Index IN05	79
7.4	POSÚDENIE FINANČNÉHO ZDRAVIA PODNIKU	80
8	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO NEPOTREBNÉ A PREVÁDZKOVO POTREBNÉ	81
8.1	VYMEDZENIE PREVÁDZKOVO NEPOTREBNÝCH AKTÍV	81
8.2	PREVÁDZKOVO NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL	81
8.3	KORIGOVANÝ PREVÁDZKOVÝ VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA	82
9	STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN SPOLOČNOSTI	83

9.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A STRÁT	83
9.2	PLÁN SÚVAHY	85
9.3	FINANČNÁ ANALÝZA PLÁNU	86
10	OCENENIE PODNIKU	88
10.1	STANOVENIE DISKONTNEJ MIERY PRE OCENENIE PODNIKU	88
10.1.1	Náklady na cudzí kapitál	88
10.1.2	Náklady na vlastný kapitál	88
10.1.3	Stanovenie vážených priemerných nákladov na kapitál WACC	91
10.2	OCENENIE SPOLOČNOSTI CEMMAC, A.S. METÓDOU DCF ENTITY A METÓDOU EKONOMICKEJ PRIDANEJ HODNOTY	92
10.2.1	Stanovenie hodnoty podniku na pomocou metódy DCF entity	93
10.2.2	Stanovenie hodnoty podniku metódou EVA.....	96
10.2.3	Stanovenie hodnoty podniku	97
	ZÁVER	99
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	102
	ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK.....	104
	ZOZNAM OBRÁZKOV	106
	ZOZNAM TABULIEK	107
	ZOZNAM PRÍLOH.....	109

ÚVOD

Pri výbere témy na moju diplomovú prácu som pomerne váhal, či zvolím tému oceňovanie podniku alebo vyberiem tému odlišnú. Nakoniec ma táto téma veľmi zaujala, pretože je v praxi dobre využiteľná a mne príbuzná, vzhľadom k tomu, že mám rád rôzne druhy analýz a rôzne rozbery finančných výkazov a dokumentov im podobných. Jedná sa však o celkom náročnú problematiku, pri ktorej spracovaní je potrebné ovládať rôzne druhy analýz, ale taktiež veľa praktických znalostí a skúseností. Cieľom ocenenia podniku nie je vytvoriť danú pevnú cenu, za ktorú by sme mohli podnik kúpiť alebo predat', ale ide najmä o získanie orientačnej hodnoty podniku. Na základe tejto hodnoty podniku sa už daný predávajúci alebo kupujúci dohadujú na cene, avšak pôsobí tu ešte mnoho faktorov, ktoré môžu cenu, či viac alebo menej zmeniť. Každý oceňovateľ je zároveň vystavený určitému riziku a to, či už vedome alebo nevedome, môže použiť nevhodnú metódu pre ocenenie alebo môžu byť jeho odhady chybné. Pri oceňovaní nie je stanovené, ako presne oceniť daný podnik alebo organizáciu. Táto diplomová práca je založená na teoretických znalostiach, dostupných ekonomických dátach, odbornej literatúre a hlavne na záujme o problematiku oceňovania podniku.

Cieľom diplomovej práce je zistiť strategickú a finančnú pozíciu podniku Cemmac, a.s. na danom trhu a v danej ekonomike, v ktorej sa nachádza, zostaviť strategický finančný plán a na základe poznatkov, ktoré sa týkajú oceňovania podniku, zistiť hodnotu danej spoločnosti.

Prvá literárno-rešeršná časť sa zaoberá definovaním podniku, jeho hodnotou, postupmi a dôvodmi pre ocenenie podniku. Ďalej sa zaoberá teoretickými poznatkami z oblasti strategickú analýzy, finančnej analýzy, zostavovania strategického finančného plánu a popisom jednotlivých výnosových metód oceňovania.

Následne sa dostávame k analytickej časti práce, ktorá sa venuje charakteristike oceňovanej spoločnosti Cemmac, a.s.. Jej hlavné časti sú strategická analýza dát podniku s vymedzením jeho postavenia na trhu a finančná analýza dát s posúdením finančného zdravia firmy.

Posledná projektová časť sa zaoberá zostavením strategického finančného plánu a stanovením tržnej hodnoty oceňovaného podniku. Východiskom pre zostavenie daného plánu sú výsledky z hodnotenia finančného zdravia firmy a jeho strategického postavenia, ale nemožno zabudnúť aj na predpoklad neobmedzeného trvania podniku tzv. „going con-

cern“. Následne je stanovená tržná hodnota Cemmacu, a.s. pomocou výnosových metod, ktoré vychádzajú z predošlého strategického finančného plánu. Na plánovanie a oceňovanie podniku som využil program STRATEX a postupy oceňovania podľa prof. Maříka.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OCEŇOVANIE PODNIKU

Pri oceňovaní podniku je dôležité si vytýčiť jasnú predstavu o tom, čo oceňujeme a čo by malo byť výsledkom nášho úsilia. Konkrétne je treba určiť, čo rozumieme pod pojmom podnik a aké sú jeho základné hladiny, na ktorých môže byť daný podnik oceňovaný. Následne je treba určiť, čo je to hodnota podniku a aké základné kategórie hodnoty je žiaduce rozlišovať. Vymedzenie základných východísk je potom hlavným predpokladom pre použitie vlastných oceňovacích metód. (Mařík, str. 15)

Účelom oceňovania je stanovenie hodnoty podniku a s podnikom sa zaoberá ako so zbožím, ktoré je určené k výmene. Výsledkom procesu oceňovania je ocenenie, teda priradenie určitej hodnoty k podniku. Podnik sám o sebe nemá žiadnu objektívnu, zdokumentovanú, vecne odôvodnenú a na okolnostiach a podmienkach nezávislú hodnotu. Z toho plynie záver, že neexistuje jediné, obecné platné a „správne“ univerzálne ocenenie. (Kislingerová, str.6)

1.1 Definícia podniku

Výraz podnik je vymedzovaný v literatúre rôzne. Podľa niektorých autorov je možné definovať podnik ako jedinečné, menej likvidné aktívum, pre ktoré existujú len veľmi málo účinné trhy. (Mařík, str. 15)

Pojem podnik v podmienkach Českej republiky definuje § 5 obchodného zákonníka: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹ (Kislingerová, str. 8)

Pri definícií podniku musíme mať na pamäti aj to, že berieme v úvahu aj rozsah záväzkov všetkého druhu, pričom na podnik je nutné pozeráť aj ako na jednotný funkčný celok. (Mařík, str. 16)

Podľa Šimana (2010) môžeme podnik chápať ako usporiadaný a riadený celok (so vstupmi aj výstupmi), ktorý vznikol za účelom podnikania. Z makroekonomického hľadiska sa be-

¹ § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

rie podnik ako základný článok ekonomiky daného štátu a z hľadiska mikroekonomického je to potom subjekt, ktorý je založený za účelom výkonu podnikateľskej činnosti.

1.2 Podnik ako tovar

Keď berieme podnik ako zboží, mali by sme si ešte bližšie určiť, čo je to majetok podniku. Majetok podniku je často spojovaný iba s predstavou jeho fyzickej existencie, pričom máme namysli to, že si každý vie predstaviť stroj, zariadenie, pozemok alebo budovu. Pri oceňovaní nejde iba o tieto fyzické aspekty majetku, ale ide najmä o právo spojené s použitím daného majetku. **Právo použiť majetok znamená mať prostredníctvom vlastníckeho práva úžitok.** Tieto aspekty prinášajú mnohé úskalia, s ktorými sa odhadca pri oceňovaní podniku stretáva. Očakáva sa od neho, že v odhade sa vyjadrí k hodnote, cene k príslušnému dátumu. V Českej republike existujú dve kategórie cien. Prvá je regulovaná cena, s ktorou sa moc nestretávame z dôvodu jej neustáleho zužovania. Sú to ceny, ktorých úroveň určuje príslušný orgán. Ďalšou kategóriou ceny je cena zmluvná, ktorá je definovaná ako peňažná čiastka zjednaná pri nákupe a predaji zboží alebo vytvorená pre ocenenie k iným účelom. Cena môže a nemusí mať vzťah k hodnote, ktorú majetku prisudzujú iné subjekty.

Predtým ako prejdeme k ekonomickej teórii podniku ako tovaru, nemôžeme zabudnúť na to, že podnik je súčasne aj hospodárskym celkom so svojimi sociálnymi, ekonomickými, technickými a ďalšími aspektmi. Podnik je teda funkčným celkom – entitou, ktorá má schopnosť prinášať určitý úžitok, generovať určitý výnos v súčasnosti aj v budúcnosti. Táto charakteristika podniku opierajúca sa o stávajúci a predovšetkým budúci úžitok má kľúčový vplyv na jeho hodnotu a zároveň je to hlavným východiskom pre výnosové ocenenie podniku.

Dostávame sa k podstate veci a to k ekonomickej teórii, k podniku ako tovaru a k jeho vlastnostiam. Úžitková hodnota podniku vyplýva už zo spomenutých skutočností, a to z toho, že podnik reprezentuje celok ekonomický, sociálny, technický apod. – tj. funkčný a fungujúci celok schopný prinášať v budúcnosti úžitok. Práve určité usporiadanie a kombinácia jednotlivých prvkov vytvárajú predpoklad užitočnosti. Úžitková hodnota je subjektívna a individuálna pre každého vlastníka konkrétneho podniku. V tomto ohľade je úžitková hodnota podniku zhodná s úžitkovou hodnotou akéhokoľvek tovaru alebo zboží. Výmenná hodnota by mala byť výsledkom stretu predávajúcich a kupujúcich, tj. objektívnou hodnotou. Avšak táto podmienka v prípade podnikov nie je splnená, preto musí nastú-

piť uplatnenie najrôznejších modelov, ktoré pomáhajú predávajúcemu a kupujúcemu do určitej miery nahradzovať prácu trhu a ponúkajú im určitý základ alebo východisko pre cenové jednanie, ktoré je odvodzované od súčasných a budúcich výsledkov úsilia podniku, tj. od parametru výnosov pre vlastníkov podniku. Z tohto dôvodu nie je hodnota totožná s nákladmi, aj keď sa môže stať, že sú ekvivalentné. Vždy keď sa jedná o zmenu vlastníctva podniku, teda o kúpu, prichádza otázka platenia, tzn. úhrada kúpnej ceny. Kúpna cena v sebe zahŕňa všetky budúce úžitky, ktoré sú spojené s daným vlastníctvom podniku. Preto je hodnota pojem relatívny, ktorý sa v čase mení v závislosti na vývoji budúcich úžitkov. Hodnotu podniku môžeme určiť len k určitému časovému okamžiku a to na základe znalosti účelu, pre ktorý bol robený. Aspekty vlastníctva a účelu sú pre proces oceňovania podniku kľúčové. Výsledkom práce oceňovania určitého podniku je síce stanovenie jeho hodnoty, ale nejde o hodnotu výmennú, inak povedané o hodnotu realizovateľnú. Ide o základ pre cenové jednanie o individuálnej kúpe. Cena je následne potvrdená predávajúcim a kupujúcim pri akte predaja.

Podnik ako tovar sa vyznačuje:

- **Jedinečnosťou podniku,**
- **Vzácnosťou** – vynucuje si individuálne jednanie o podmienkach výmeny, ktoré nahradzuje pôsobenie trhu,
- **Nízkou mierou organizovanosti trhu** – neexistuje dostatočná konkurencia a to z toho dôvodu, že nedochádza k sústredovaniu ponuky a dopytu.

Hodnota podniku preto nie je zhodná s cenou, ako to býva obvykle u iného druhu tovaru alebo zbožia, hodnota a cena sa rovnajú len málokedy. Na výslednú cenu, za ktorú je podnik predaný, pôsobí veľa ďalších faktorov, ktoré majú na ňu podstatný vplyv. Jedná sa napríklad o časovú tieseň, faktory psychologické, osobné vzťahy medzi predávajúcim a kupujúcim alebo o rýchlosť pri cenovom zjednávaní. (Kislingerová, str 10)

1.3 Dôvody ocenenia podniku

V dnešnej dobe, keď hospodárenie väčšiny firiem na celo svete významne ovplyvnil nástup hospodárskej krízy, sa téma oceňovania podnikov stáva viac a viac aktuálnejšia a význam oceňovania podniku rastie. Spoločnosti sa transformujú, predávajú, krachujú, zlučujú alebo sa dostávajú do finančnej tiesne. Zo strany finančných inštitúcií sa sprísňujú podmienky pre poskytovanie úverov, poisťovne sa viac zameriavajú na odhaľovanie poistných podvo-

dov a na analýzu rizík, investori, ktorí investujú do cenných papierov sú opatrnejší ako predtým, majitelia majú zodpovednejší postoj ku správam managementu o stave ich spoločnosti. Z týchto skutočností je zjavné, že dôvodov pre ocenenie podniku je veľa. Ako som už spomenul, účel, k akému má ocenenie slúžiť, prípadne komu má slúžiť, je základným kritériom, ktorý má zásadný vplyv na určenie celého procesu hodnotenia. Budeme rozlišovať dve kategórie dôvodov oceňovania podniku a to: ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami a ocenenie kedy nedochádza k vlastníckym zmenám. (Vochozka, 2011, str. 9)

1.3.1 Ocenenie súvisiace s vlastníckymi zmenami

Do tejto kategórie budeme zaraďovať nasledujúce dôvody a to:

- Kúpa a predaj podniku na základe zmluvy o predaji podniku podľa § 476 obchodného zákonníka,
- Nepeňažitý vklad do obchodnej spoločnosti podľa § 59 obchodného zákonníka (v tomto prípade ide konkrétne o vklad spoločnosti),
- Ocenenie v súvislosti s fúziou podľa § 69a obchodného zákonníka,
- Ocenenie v súvislosti s rozdelením spoločnosti podľa § 69c obchodného zákonníka,
- Prijatie obchodného podielu na úhradu dlhu - § 117a, odsek 7 obchodného zákonníka,
- Ocenenie v súvislosti s ponukou na prevzatie (dobrovoľnou ponukou na prevzatie, alebo povinnou ponukou na prevzatie pri ovládnutí cieľovej spoločnosti) - § 183a až §183g obchodného zákonníka,
- Ocenenie v súvislosti s ponukou na odkúpenie účastníckych cenných papierov - § 183h obchodného zákonníka,
- Ocenenie v súvislosti s právom výkupu účastníckych cenných papierov, tzv. squeeze-out - § 183i a nasledujúce obchodného zákonníka. (Mařík, 2007, s. 35)

1.3.2 Ocenenie, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám

Medzi ocenenia, kedy nedochádza k vlastníckym zmenám, môžeme zaradiť:

- Zmena právnej formy spoločnosti podľa § 69d obchodného zákonníka,
- Ocenenie v súvislosti so sanáciou podniku (z hľadiska finančného je podnik vhodné sanovať vtedy, ak je likvidačná hodnota podniku nižšia, ako hodnota podniku po sanácii znížená o ďalšie nutné kapitálové vklady),
- Ocenenie v súvislosti s poskytovaním úveru (pri poskytovaní úveru by bol často žiaduce aby sa nevychádzalo iba z účtovného pohľadu na záväzky a majetok, ale spracovať aj reálne ocenenie) (Mařík, 2007, str. 35)

1.4 Hladiny hodnoty

Hodnota, ktorej problematikou sme sa už vyššie zaoberali, sa zároveň rozdeľuje v rámci oceňovania podniku hladiny hodnoty na:

- **Hodnotu brutto** – jedná sa o hodnotu podniku ako celku, ako podnikateľskej jednotky. Táto hladina hodnoty zahŕňa hodnotu ako pre vlastníkov, tak aj pre veriteľov. Podľa obchodného zákonníka teda oceňujeme **obchodný majetok**,
- **Hodnota netto** – pod touto hodnotou rozumieme ocenenie na úrovni vlastníkov. V princípe teda oceňujeme vlastný kapitál, ale pojem vlastný kapitál nemusí vždy súhlasiť s jeho účtovným poňatím. V obchodnom zákonníku by sme našli označenie **vlastný kapitál**. (Mařík, 2007, s. 16)

1.4.1 Kategórie hodnoty

Kategórie alebo štandardy hodnoty, rozdeľujeme podľa toho akú odpoveď by sme dostali na nasledujúce otázky:

- a) Koľko by sme za podnik dostali na trhu a koľko je ochotný zaplatiť účastník trhu?
Aké je **tržné ocenenie**?
- b) Akú ma podnik hodnotu, ak ho kupuje **určitý kupujúci**?
- c) Akú hodnotu podniku, môžeme považovať za **nespornú**? (Mařík, 2007, s.21)

Z týchto troch otázok sa vyvinuli štyri základné prístupy k hodnote podniku a to:

- 1) **Tržná hodnota**
- 2) **Subjektívna hodnota** (inak označovaná aj ako **investičná hodnota**)
- 3) **Objektizovaná hodnota**

4) **Komplexný prístup** vytvorený na základe **Kolínskej školy**

Medzinárodné oceňovacie štandardy pozdvihujú najmä vymedzenie tržnej hodnoty, ako hlavnej kategórie a ostatné hodnoty radia do skupiny tzv. netržných prístupov k hodnote. Tu pozdvihujú najmä investičnú hodnotu.

Nemecké prístupy majú iný pohľad na vec a to, že berú európske trhy ako obecne menej rozvinuté, než sú tie americké. Z tohto dôvodu rozvíjajú vo väčšej miere investičnú hodnotu a potom špecifické kategórie ako objektizovaná hodnota a kategórie v rámci prístupov Kolínskej školy. (Mařík, 2007, s.22)

1.4.1.1 Tržná hodnota

Tržná hodnota sa spája už so spomínanou otázkou: **Koľko je ochotný zaplatiť bežný záujemca na trhu?** To znamená, že si predstavujeme akýsi trh s podnikmi alebo podnikovými podielmi na vlastnom kapitále podnikov. Trh obsahuje viac kupujúcich a predávajúcich. Prichádza stret ponuky s dopytom a tak vznikajú podmienky pre vznik tržnej ceny. Predmetom ocenenia alebo odhadu je teda potenciálna tržná cena, ktorú vnímame ako tržnú hodnotu. Definícii kladie veľký dôraz najmä medzinárodná organizácia pre oceňovanie International Valuation Standards Committee (IVSC). Tí považujú túto definíciu za jadro oceňovacích štandardov. (Mařík, 2007, s.22)

Definícia znie takto:

Tržná hodnota je odhadnutá čiastka, za ktorú by mal byť majetok vymenený k dátumu ocenenia medzi ochotným kupujúcim a ochotným predávajúcim pri transakcii medzi samostatnými a nezávislými partnermi po náležitom marketingu, v ktorom by obidve strany jednali informovane, rozumne a bez nátlakov. (IVS, 2007)

Tržnú hodnotu môžeme chápať ako hodnotu aktíva bez započítania nákladov na predaj alebo kúpu a bez započítania daní. Tržná hodnota v sebe musí mať ešte jeden dôležitý predpoklad a to je **najlepšie možné využitie**. To je v International Valuation Standards popísané nasledovne:

Najpravdepodobnejšie použitie majetku, ktoré je fyzicky možné, zodpovedajúcim spôsobom oprávnené, právne prístupné, finančne uskutočniteľné, a ktoré má za následok najvyššiu hodnotu oceňovaného majetku. (IVS, 2007)

Oceňovateľ pri ocenení podniku na tržnú hodnotu, musí predpokladať cenu, ktorá by mohla byť zjednaná na voľnom a konkurenčnom trhu. Proces vyžaduje od neho, aby urobil

adekvátny a relevantný prieskum trhu. Musí zohľadniť všetky významné dáta a súvisiace fakty, ktoré sa týkajú trhu a podniku. Ak sú údaje obmedzené, musí ujasniť, či bol z nejakého dôvodu obmedzený kvôli neadekvátnosti údajov. Oceňovateľ zapája taktiež vlastný úsudok, ale následná správa musí uvádzať do akej miery zasahoval do odhadu vlastný úsudok. Oceňovateľ niekedy nemusí mať dostatok relevantných a zrovnateľných údajov o trhu alebo to môže byť zapríčinené aj charakterom majetku. Tržná hodnota môže byť zistená rôznymi metódami, vrátane v našich podmienkach najpoužívanejšími výnosovými metódami, ale finančný plán, projekcia výnosov a diskontná miera by mali aspoň čiastočne vychádzať z relevantných tržných dát. (Mařík, 2007, s. 24-25)

Tržná hodnota sa využíva ako výsledok ocenenia pri:

- Uvádzaní podniku na burzu,
- Predaj podniku, keď nepoznáme ešte konkrétneho kupujúceho a vlastníak chce poznať hodnotu podniku, aby asi vedel za koľko ho má predáť. (Mařík, 2007, s. 34)

1.4.1.2 Subjektívna (investičná) hodnota

Pojatie subjektívnej hodnoty vychádza z odpovede na otázku, **akú hodnotu má podnik z hľadiska konkrétneho kupujúceho**. Na podnik ako hospodársky celok je treba pozeráť ako na jedinečné a menej likvidné aktívum. Je diskutabilné, či môžeme v našich podmienkach hovoriť o nejakom trhu podnikov, aj keď môžeme zobrať v úvahu trh s akciami. Avšak na tomto trhu sa obchoduje iba s menšou časťou akcií malého počtu podnikov. Prioritou subjektívnej hodnoty je individuálny názor účastníka transakcie. Hodnota je potom daná očakávanými úžitkami z majetku pre konkrétneho vlastníka, kupujúceho alebo predávajúceho. (Mařík, 2007, s. 26)

V International Valuation Standards môžeme nájsť subjektívnu hodnotu pod pojmom investičná hodnota a je definovaná takto:

Investičná hodnota je hodnota majetku pre konkrétneho investora alebo triedu investorov pre stanovené investičné ciele. Tento subjektívny pojem spojuje špecifický majetok so špecifickým investorom alebo skupinou investorov, ktorí majú určité investičné ciele alebo kritériá. Investičná hodnota majetkového aktíva môže byť nižšia alebo vyššia ako tržná hodnota tohto majetkového aktíva. Termín investičná hodnota by nemal byť zamieňaný s tržnou hodnotou. (IVS, 2007)

Ak by sme nahliadli do posudkov slovenských či českých oceňovateľov alebo odhadcov, tak tam subjektívnu hodnotu ako explicitnú nikde nenájdeme. Treba si však uvedomiť, že veľká časť posudkov, ktoré majú za cieľ nájsť tržnú hodnotu, fakticky obsahujú iba hodnotu investičnú. Základné charakteristiky investičnej hodnoty sú:

1. Budúce peňažné toky sú odvodené najmä od predstáv investorov, manažérov alebo budúcich majiteľov, možno niekedy zrazené smerom dolu.
2. Diskontná miera je stanovená na základe porovnania s inými alternatívami investovania, ktoré môže daný subjekt využiť.

Investičná hodnota je daná najmä subjektívnymi názormi, predstavami a prípadne konkrétnymi podmienkami daného subjektu, z ktorého hľadiska je zostavená. (Mařík, 2007, s. 26-27)

Ak ide o vzťah ku konkrétnym podnetom k oceneniu podniku, bude subjektívny prístup vhodný najmä ak ide o:

- a) Kúpu alebo predaj podniku, kedy daný subjekt zisťuje výhodnosť transakcie.
- b) Rozhodovanie sa medzi sanáciou alebo likvidáciou podniku, či by mal podnik väčšiu hodnotu ak by pokračoval (zohľadnenie rôznych budúcich rozhodnutí a schopností) alebo či využiť likvidačnú hodnotu. (Mařík, 2007, s. 34)

1.4.1.3 Objektívizovaná hodnota

Objektívizovaná hodnota by podľa bežne zastúpených názorov mala byť v čo najväčšej miere postavená na všeobecne uznávaných dátach a skutočnostiach. Ďalej sa potom prihliada k faktom, ktoré sú obecné známe a majú vplyv na ocenenie, aj keď sa týkajú budúcnosti, ale ich pôsobenie nemusí byť jednoznačné. Až na konci ocenenia sa môžu pridať rýdzo subjektívne hľadiská, ako je to u investičnej hodnoty. Pohľad odhadcov vychádza z nesporného základu, ktorý rešpektuje daný stav podniku k dátumu ocenenia. Pri výpočte objektívizovanej hodnoty by mali byť dodržané určité zásady a požiadavky. Cieľom je dosiahnuť čo najväčšiu reprodukovateľnosť ocenenia. Tieto zásady a požiadavky sú nasledujúce:

- *Udržovať substanciu* – vybrať len toľko peňažných prostriedkov aby bola zachovaná majetková podstata.

- *Voľný zisk* – časť zisku, ktorú je možno vybrať, aby nebola narušená substancia podniku.
- *Nepotrebný majetok* – pri oceňovaní rozdeľujeme majetok na prevádzkovo nutný a nepotrebný majetok k prevádzke. Ten je oceňovaný samostatne.
- *Možnosti zmien v podniku* – vychádza sa z podniku, ako „stojí a leží“ v okamžiku ocenenia. Predpokladáme pokračovanie podniku na základe doterajšieho konceptu. Zmeny sú uvažované len v rozsahu, ktorý je už v súčasnom stave obsiahnutý, napríklad vplyv dokončenia už rozostavaných investícií alebo investícií, o ktorých už bolo rozhodnuté.
- *Metóda* – musí byť jasná a jednoznačná. Oceňovateľ by mal kedykoľvek bez problémov zopakovať celé ocenenie s rovnakými alebo podobnými výsledkami.
- *Management* – predpokladá sa zotrvanie managementu.
- *Zdanenie* - zohľadniť dane aj na úrovni vlastníka. (Mařík, 2007, s. 28-29)

Objektizovaná hodnota sa využíva najmä tam, kde je v popredí záujmu preukázateľnosť a súčasný stav, napríklad:

- a) Pri poskytovaní úveru.
- b) Pri zisťovaní súčasnej reálnej bonity podniku apod.

1.4.1.4 Kolínska škola

Hodnota podľa Kolínskej školy je založená na postoji, kde v základnom prípade, a tým je nákup a predaj podniku, je východiskom subjektívna hodnota konkrétneho predávajúceho a subjektívna hodnota konkrétneho kupujúceho. Kolínska škola zastáva názoru, že nemá zmysel modifikovať ocenenie na základe určitých podnetov, ale na základe obecných funkcií, ktoré má ocenenie pre užívateľa jeho výsledkov. Kolínska škola rozoznáva niekoľko funkcií oceňovania a spolu s tým aj funkcie oceňovateľa:

- *Poradenská* - je to najdôležitejšia funkcia. Podklady kupujúcemu o maximálnej a minimálnej cene,
- *Argumentačná* – vytvorenie podkladov pre jednanie a najmä k zlepšeniu pozície danej strany,
- *Komunikačná* – vytvorenie podkladov pre verejnosť (investori, banky...),

- *Daňová* – podklady pre daňové účely,
- *Rozhodcovská* – funkcia nezávislého oceňovateľa (Mařík, 2007, s. 30)

Kolínska škola a najmä rozhodcovská hodnota má rozhodujúci význam v oblastiach, kde je treba vyvažovať záujmy jednotlivých strán v určitom prípade. Patrí sem predovšetkým podstatná časť podnikových transformácií, ale aj predaj podniku. (Mařík, 2007, s. 34)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Predtým, než bude spomenutá diskontná miera, je potrebné sa zastaviť pri dvoch faktorov, ktoré sa do diskontnej miery premietajú, a to sú faktor času a rizika.

2.1 Faktor času

Podľa Maříka (2007) vymedzujeme **hodnotu aktíva ako súčasnú hodnotu budúcich čistých príjmov, ktoré poplynú z tohto aktíva držiteľovi tohto aktíva**. Táto definícia platí jednak pre jednotlivé zložky majetku, tak pre podnik ako hospodársky celok. Oceňovateľ bude bezprostredne postupovať podľa tejto definície hlavne pri výnosových metódach oceňovania, ale dá sa využiť aj pri majetkovej metóde oceňovania, keď potrebuje výnosovo oceniť niektoré zložky majetku, alebo aj pri technike tržného porovnávania. Podstata definície, ale musí platiť vždy.

Všetky budúce príjmy, ktoré budú tvoriť hodnotu podniku, nemajú rovnocenný význam pre svojho príjemcu. Dôležitým aspektom je aj to, kedy tieto príjmy príjemca získa. Hovoríme o **časovej hodnote peňazí**. (Mařík a Maříková, 2007, s. 15)

Časová hodnota peňazí predstavuje elementárny vstup do sveta financií. Základnou podstatou je to, že 1Kč dnes má väčšiu hodnotu ako 1 Kč v budúcnosti. Tento záver vplýva zo skutočnosti, že odložená spotreba investície, prináša výnos, ktorý zvyšuje pôvodnú nominálnu hodnotu investície. (Kislingerová, 2001, s. 146)

Z toho vyplýva, že nemôžeme pri zisťovaní hodnoty podniku spočítať očakávanú radu budúcich príjmov. Budúce príjmy musíme najprv prepočítať k dátumu ocenenia, teda na súčasnú hodnotu. Existujú tri techniky ako prepočítať peňažné čiastky k určitému dátumu a to sú:

- Jednotlivá čiastka,
- Anuita – rada rovnako veľkých pravidelných platieb,
- Perpetuita – nekonečná rada rovnako veľkých pravidelných platieb. (Mařík a Maříková, 2007, s. 15)

2.2 Faktor rizika

Riziko je exaktne vyjadrená pravdepodobnosť, že v danej množine konkrétnych možností očakávaný jav nastane, respektíve nenastane. Je teda známa pravdepodobnosť výskytu, ktorú môžeme zmerať rôznymi nástrojmi štatistiky. (Nývltová a Marinič, 2010, s. 48)

Podľa Damodarana (2011) pri investovaní čelíme neistote ohľadom budúcich peňažných tokov. Základným princípom je, že viac rizikové alebo neisté peňažné toky by mali byť lacnejšie ako peňažné toky, ktoré sú menej rizikové, teda istejšie. K tomu aby tento princíp práce v oblasti oceňovania fungoval, musíme mať jasno v tom, čo zahŕňa riziko, ako merať toto riziko a ako nastaviť hodnotu pre toto riziko.

Riziko je tým väčšie, čím viac sa môže odchýliť skutočný výsledok od očakávaného, a to či už v kladnom alebo zápornom zmysle. Zúžime riziko a budeme sa zaoberať iba rizikom výsledku hospodárenia. Zdroje tohto rizika nájdeme hlavne v týchto oblastiach:

- a) kvalita managementu a organizačnej štruktúry,
- b) intenzita konkurencie na príslušnom trhu,
- c) stupeň diverzifikácie,
- d) stupeň pružnosti prevádzkových nákladov vo vzťahu ku zmenám podnikových výkonov – prevádzková páka,
- e) zaťaženie podniku fixnými výdajmi, ktoré plynú z financovania, ako sú úroky, splátky úveru, leasingové platby apod. – finančná páka. (Mařík a Maříková, 2007, s. 17)

2.2.1 Klasifikácia rizika

Členenie rizika môžeme klasifikovať z viacerých aspektov. Ukážeme si najmä obecné členenie a členenie, ktoré je dôležité z hľadiska oceňovania. Obecne môžeme členiť riziko na:

- **Systematické riziko** – je vyvolané spoločnými faktormi a postihujú v rôznej miere všetky oblasti podnikateľskej činnosti. Zdrojom tohto rizika sú napr. zmeny rozpočtovej alebo peňažnej politiky, zmeny daňového zákonodarstva, celkové zmeny trhu (zmeny cien surovín a energií, konjunkturálne cykly apod.). Toto riziko do

značnej miery závisí na celkovom vývoji trhu a nedá sa diverzifikovať. Preto sa označuje aj ako tržné alebo nediverzifikovateľné

- **Nesystematické riziko (jedinečné, špecifické)** – je spojené pre jednotlivé firmy, respektíve ich aktivity. Zdrojom tohto rizika môže byť napr.: odchod kľúčových pracovníkov firmy, vstup nového konkurenta na trh, zlyhanie významného subdodávateľa ai. (Hnilica a Fotr, 2009, s.16)

Dostávame sa ku klasifikácii rizika, ktoré je dôležité pri oceňovaní. Tento pohľad na riziko nám posluží ako vhodné východisko pre kalkuláciu diskontnej miery. Jedná sa o:

- **Obchodné riziko** – je dané premenlivosťou čistých výnosov, ktorá je spôsobená:
 - premenlivosťou predaja – **predajné riziko**

Toto riziko vyplýva z možnosti, že očakávaný nebude dosiahnutý z dôvodu vývoja situácie na trhu. Môžeme ho merať pomocou variability čistých tržieb. Tato variabilita závisí na variabilite dopytu na jednotlivých segmentoch trhu, na diverzifikácii podnikových aktivít a na intenzite konkurencie.

- úrovňou fixných nákladov – **prevádzkové riziko**

Prevádzkové riziko je ovplyvnené podielom fixných prevádzkových nákladov na celkových prevádzkových nákladoch, čiže prevádzkovou pákou. Vypočíta sa ako stupeň prevádzkovej páky. (Mařík a Maříková, 2007, s. 18 – 20)

$$\text{Prevádzkove riziko} = \frac{\% \text{ zmena prevádzkového zisku}}{\% \text{ zmena predaja}} \quad (1)$$

- **Finančné riziko** - je závislé na veľkosti fixných finančných nákladoch a je stotožnené s tou časťou volatility celkových výsledkov hospodárenia, ktorá je spôsobená platením fixných nákladových úrokov. Medzi fixné finančné náklady možno zaradiť ešte aj leasingové splátky, dividendy z prioritných akcií apod. (Mařík, 2007, s. 21)

$$\text{Finančné riziko} = \frac{\% \text{ zmena VH z bežnej činnosti}}{\% \text{ zmena predaja}} \quad (2)$$

- **Celkové špecifické riziko** – toto riziko môžeme vyjadriť ako súčin prevádzkového a finančného rizika. V zásade ide o substitúty, pretože vysoké finančné riziko môže byť nahradzované nižším rizikom prevádzkovým a naopak. Všeobecne platí, čím je vyššie finančné riziko, tým je kladený dôraz na väčšiu obratovosť kapitálu pri niž-

ších tržbách a naopak, čím vyššie je prevádzkové riziko, tým je kladený väčší dôraz na ziskovosť tržieb pri menšej obratovosti kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 25)

$$\text{celkové špecifické riziko} = \text{prevádzkové riziko} * \text{finančné riziko} \quad (3)$$

2.3 Diskontná miera

Ako už bolo spomenuté, diskontná miera je nástroj, za pomoci ktorého sa do podniku premieta faktor času a rizika. Diskontná miera je teda miera výnosnosti užívaná pre prepočet peňažnej čiastky, ktorá má byť prijatá alebo vydaná v budúcnosti, na súčasnú hodnotu tejto čiastky alebo miera výnosnosti očakávaná investorom pri akvizícii budúceho peňažného toku s ohľadom na riziko spojené s možnosťou tento výnos získať. (Mařík a Maříková, 2007, s. 9)

2.3.1 Diskontná miera a riziko

Kúpa podniku, ako investícia, je skoro vždy zaťažená určitým rizikom. Nastáva problém, ako sa vyrovnat' s ocenením rizika. Súčasný stav nám ponúka tieto možnosti. Prvá je, že budeme pracovať s rizikovou prirážkou k „bezrizikovej úrokovej miere“. Táto možnosť v praxi úplne prevláda. Vychádza sa v nej z bezrizikovej úrokovej miery a tú upravíme o akúsi úroveň, ktorá predstavuje mieru rizika. Očakávané príjmy sú tak zaťažené určitým rizikom a tomu odpovedá aj kalkulovaná úroková miera. Druhá možnosť je využiť istotný ekvivalent. To znamená, že obmedzíme očakávanú výnosovú mieru iba na jej bezrizikovú časť. Následne je treba aj vylúčiť riziko s očakávaných príjmov. Očakávané príjmy sú nahradené ich istotným ekvivalentom. Kalkulovaná miera by mala byť zaťažená rovnakým rizikom ako príjmy, ktoré budú použité pre výpočet odhadovanej hodnoty podniku. Kalkulácia diskontnej miery je závislá na tom, ako ponímame riziká, ktoré by mali byť zahrnuté v rizikovej prirážke. (Mařík a Maříková, 2007, s. 12)

2.3.2 Diskontná miera a účel ocenenia

Postup kalkulácie by mal závisieť na type potenciálneho investora, pre ktorého je ocenenie určené, ale predovšetkým na tom o ktorú kategóriu hodnoty sa jedná.

Diskontná miera pre kategórie hodnoty:

- a) Pri **tržnej hodnote** treba kalkuláciu oprieť o tržné dáta a tomu odpovedajúce metódy.

- b) Pri **investičnej hodnote** je treba primárne vychádzať z konkrétnej situácie daného investora a to hlavne z individuálnych možností využitia daného kapitálu. Určuje ju klient po porade s investorom.
- c) Pri **objektívizovanej hodnote** sa vychádza z takého odhadu diskontnej miery, ktorý bude čo najviac podložený bežne dostupnými dátami, alebo vychádzať z obecných prijímaných uzancií. Vychádza sa väčšinou výnosnosti z 10-ročných štátnych dlhopisov a rizikovej prirážky, ktorá sa opiera o uzancie, triedy rizika a expertného názoru oceňovateľa. (Mařík a Maříková, 2007, s. 13)

Diskontná miera pre typ investorov:

- a) Prvým typom je **verejná spoločnosť**. To znamená, že sú obchodované na akciovom trhu a investori môžu vytvárať portfólio cenných papierov. Potom sa môžeme obmedziť iba na riziko, ktoré honoruje kapitálový trh a to na systematické riziko.
- b) Druhým typom je **súkromná spoločnosť** (jej akcie nie sú obchodované na trhoch alebo sa jedná o iný typ spoločnosti) a investori nemajú možnosť diverzifikovať svoje portfólio a znížiť riziko rozložením vlastníckych podielov do viacerých podnikov. Potom je treba počítať s celým rizikom a to ako aj so systematickým, tak aj so špecifickým. (Mařík a Maříková, 2007, s. 14)

3 POSTUP PRI OCEŇOVANÍ PODNIKU

Postup oceňovania sa musí modifikovať podľa toho, aký je podnet ocenenia, aká je kategória zisťovanej hodnoty, podľa akej metódy budeme postupovať a aké máme dostupné dáta.

Vo všeobecnej rovine sa však odporúča nasledujúci postup:

1. Zber vstupných dát
2. Analýza dát
 - a) Strategická analýza
 - b) Finančná analýza pre zistenie finančného zdravia podniku
 - c) Rozdelenie aktív spoločnosti na prevádzkovo nutné a nenutné
 - d) Analýza a prognóza generátorov hodnoty
 - e) Orientačné ocenenie na základe generátorov hodnoty
3. Zostavenie finančného plánu
4. Ocenenie
 - a) Voľba metódy
 - b) Ocenenie podľa zvolených metód
 - c) Súhrnné ocenenie

Jednotlivé kroky ocenenia majú rôznu podobu a váhu, predovšetkým podľa toho, aká je zvolená metóda na konkrétne zistenie hodnoty podniku. Pre strategickú analýzu platí, že by mala byť urobená vždy. Taktiež finančná analýza, ktorá môže byť modifikovaná na základe metódy ocenenia, a rozdelenie aktív na prevádzkovo nutné a nenutné by sa mali robiť vždy. Ďalší krok a to analýza a prognóza generátorov hodnoty sa robí vždy ak je splnená podmienka pokračovania podniku, teda musí sa preukázať jeho dlhodobá perspektíva. Finančný plán sa vytvára iba pri štandardných výnosových metódach oceňovania. Voľba metódy by sa mala vyskytovať vždy a odporúčené je využiť viac metód a na záver vytvoriť tak odôvodnené súhrnné ocenenie. Odporúčeným postupom sa budeme zaoberať v nasledujúcich častiach tejto kapitoly. (Mařík et al., 2007, s. 53,54)

3.1 Zber vstupných dát

Ocenenie musí v sebe zahŕňať primerané a potrebné vstupné dáta. Môžu sa rozdeliť do nasledujúcich skupín:

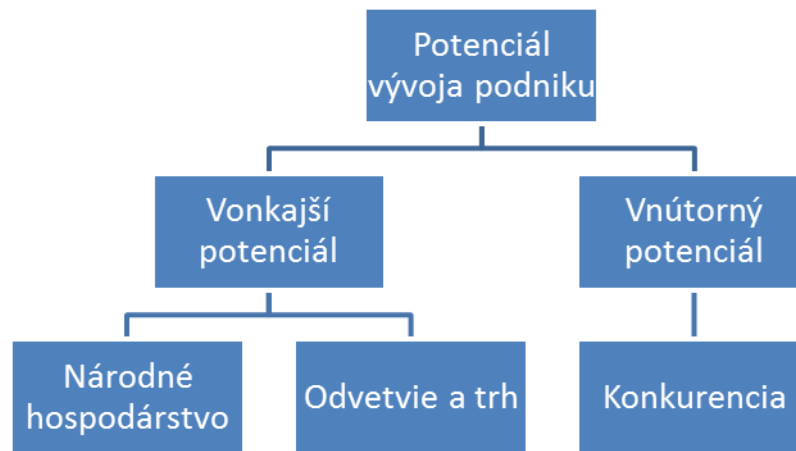
- Základné dáta o podniku – názov, právna forma, IČ, identifikácia podniku, predmet podnikania, história podniku atď.
- Ekonomické dáta – účtovné výkazy za posledné obdobie, výročné správy, správy audítorov, podnikové plány
- Relevantný trh – vymedzenie, veľkosť a vývoj trhu na ktorom sa podnik pohybuje, segmentácia trhu, faktory atraktivity relevantného trhu a faktory vývoja trhu
- Konkurenčná štruktúra relevantného trhu – konkurenti, substituty, bariéry vstupu na trh, atď.
- Odbyt a marketing – hlavné produkty, štruktúra odbytu, cena, reklama, výskum a vývoj, atď.
- Výroba a dodávatelia – charakter výroby, certifikáty, riadenie kvality, kapacity a ich využitie, logistika, štruktúra dodávateľov ,atď.
- Pracovníci – štruktúra, fluktuácia pracovníkov, produktivita práce a jej porovnanie s konkurenciou, atď. (Mařík , 2007, s. 54-56)

3.2 Strategická analýza

Cieľom strategickej analýzy je identifikovať, analyzovať a ohodnotiť všetky relevantné faktory, o ktorých predpokladáme, že budú mať vplyv na hospodárenie podniku. Dôležité je, aby sme posúdili vzájomné súvislosti a vzťahy , ktoré medzi faktormi pôsobia . (Sedláčková, 2000, s. 3)

Táto analýza je kľúčovou fázou oceňovacieho procesu. Pri oceňovaní má strategická analýza hlavnú funkciu vymedziť celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Tento potenciál je závislý na vonkajšom a vnútornom potenciáli, ktorým podnik disponuje. Vonkajší potenciál sa týka šancí a rizík podnikateľského prostredia, ktorého súčasťou je oceňovaný podnik. Silné a slabé stránky podniku nám určujú vnútorný potenciál. Pri analýze vnútorného potenciálu ide o to zistiť, do akej miery je podnik schopný využiť šancí von-

kajšieho prostredia a čeliť jeho rizikám. Dôležitým rozmerom analýzy vnútorného potenciálu je konkurencia oceňovaného podniku.



Obr. 1: Analýza vývoja potenciálu podniku (Mařík, 2007, s. 56)

3.2.1 Účel strategickej analýzy

Strategická analýza nie je iba nejakým doplnením výsledkov ocenenia podniku, ale je veľmi **dôležitým predpokladom vierohodnosti daného ocenenia**. Preto by strategická analýza mala mať konkrétne výsledky. K týmto výsledkom by mali patriť odpovede aspoň na tieto tri hlavné otázky:

1. Aké sú **perspektívy podniku** z dlhodobého hľadiska?
2. Aký je vývoj trhu, konkurencie a predovšetkým **vývoj podnikových tržieb**, ktoré môžeme očakávať v súvislosti s odpoveďou na prvú otázku?
3. S akými **rizikami** je podnik spojený?

Zistenie, či podnik je **dlhodobu perspektívny**, je možné na základe gradácií týchto krokov a to najprv strategickej analýzy, ktorá nám určí potenciál podniku, a neskôr doplnenie o finančnú analýzu a finančný plán. Tieto kroky sú rozdelené preto, lebo ak zistíme, že potenciál podniku je malý, nie je schopný konkurencie, nemá odpovedajúcu vývojovú a výrobnú základňu, perspektívy podniku sú nevalné. Finančný plán a finančná analýza sú neopodstatnené. Voľba základných predpokladov musí byť riadne a zrozumiteľne zdôvodnená. Oceňovateľ nie je jasnovidec a nedokáže budúcnosť exaktne vypočítať. Mal by ale vedieť presvedčiť príjemcu posudku, že do posudku vložené predpoklady o stave a vývoji podniku sú v rámci informácií dostupných k dátumu ocenenia z podnikateľského hľadiska primerane vierohodné. Vhodné je aj určiť, či je podnik zdravý, teda či môžeme predpokla-

dať trvalé pokračovanie podniku – „going concern“, alebo je podnik slabší, môže prežiť, ale riziká sú značné. Ak je podnik chorý, dotýkajú sa ho veľmi vysoké riziká a životnosť bude obmedzená a ak je podnik akútne ohrozený, bude najlepšie oceniť ho likvidačnou hodnotou. U zdravého, slabšieho a chorého podniku by sme mali prognózovať vývoj tržieb. Oceňovateľ sa musí taktiež zaoberať rizikami v odvetví, intenzitou konkurencie, aký je odbyt podniku apod. Musíme ale počítať aj s tým, že riziká sa môžu objaviť až pri zostavovaní finančnej analýzy a finančného plánu. Výsledky analýzy sú podkladom pre syntézu potrebnú k určení zdrojov konkurenčnej výhody podniku a vymedzenie konkurenčnej pozície ako východisko pre stratégiu podniku. (Mařík, 2007, s. 57,58)

3.2.2 Postup strategickej analýzy

Postup strategickej analýzy pozostáva z nasledujúcich krokov:

1. Analýza a prognóza relevantného trhu (vonkajší potenciál) – na začiatku strategickej analýzy by každopádne mal byť vymedzený relevantný trh. Voľba tohto trhu by mala byť taká, aby umožňovala získať základné dáta o danom trhu a posúdiť atraktivitu tak, aby bolo možné následne spracovať prognózu ďalšieho vývoja trhu. Mali by sme odhadnúť veľkosť relevantného trhu v hmotných aj nehmotných jednotkách, vývoj trhu v čase (min. 5 posledných rokov) a prípadnú segmentáciu trhu. Obsahom tejto analýzy by mala byť stručná prognóza vývoja trhu v kvantitatívnej aj v kvalitatívnej podobe a súhrnné hodnotenie atraktivity odvetvia. Prognóza tempa rastu odvetvia je prvým rámcom pre projekciu tržieb oceňovaného podniku.
2. Analýza konkurenčnej sily oceňovaného podniku – Cieľom je odhad vývoja tržných podielov oceňovanej firmy do budúca. Tento krok sa skladá zo stanovenia doterajších tržných podielov oceňovaného podniku, z identifikácie konkurentov, z analýzy vnútorného potenciálu podniku a hlavných faktorov jeho konkurenčnej sily a z prognózy tržných podielov. Výsledky tejto analýzy by sa mali premietnuť do posúdenia perspektívnosti podniku, odhadu vývoja tržných podielov a diskontnej miery alebo iných aspektov ocenenie, ktoré zachytávajú riziko podniku. (Mařík, 2007, s. 59-91)
3. Prognóza tržieb oceňovaného podniku (záver z predchádzajúcich analýz) - Prognózu tržieb alebo tempa rastu by sme mali vyvodiť z výsledkov predchádzajúcich krokov a ďalej z výsledkov analýzy časových rád tržieb oceňovanej firmy za minulosť a ich extrapolácie . (Mařík, 2007, s. 93)

3.3 Finančná analýza

Cieľom finančnej analýzy je posúdiť výkonnosť podniku v kontexte s ich určenými cieľmi a stratégiou. Finančná analýza sa používa v rôznych súvislostiach. Finančná analýza je užitočná pri úverovom ocenení, bezpečnostných analýzách, pri fúziách a akvizíciách, pri oceňovaní, posúdení finančnej tiesne a posúdení firemnej finančnej politiky. Vo všetkých týchto súvislostiach je finančná analýza kľúčovým vstupom pre vytvorenie predpovedí a budúcich vyhládok podniku. (Krishna G. Palepu, 1996)

Finančná analýza je integrálnou súčasťou oceňovania podniku. Skôr než budeme vytvárať akúkoľvek investíciu, je dôležité poznať finančnú situáciu podniku. Tá sa potom v prípade oceňovania stáva východiskom pre posúdenie súčasného hospodárenia podniku a predovšetkým pre identifikáciu eventuálnych rizík plynúcich z jeho fungovania v budúcnosti. Finančná analýza v kontexte s ďalšími informáciami slúži ako jedno z východísk pre posúdenie rizika, hlavne pre prevádzkové a finančné, ktoré hrá podstatnú úlohu pri stanovení diskontnej miery v jednotlivých modeloch využiteľných pre prepočet tržnej hodnoty podniku. (Kislingerová, 2002, s. 39)

Postup finančnej analýzy v rámci ocenenia sa dá zhrnúť do týchto krokov:

1. preveríme úplnosť a správnosť vstupných údajov,
2. zostavíme analýzu základných účtovných výkazov,
3. spočítame a vyhodnotíme pomerové ukazovatele,
4. spracujeme súhrnné zhodnotenie dosiahnutých výsledkov. (Mařík, 2007, s. 97)

3.3.1 Úplnosť a správnosť vstupných dát

Rozhodujúci význam pre oceňovanie je to, do akej miery sú čísla v účtovných výkazoch preukazné a do akej miery sú úplné. Oceňovateľ by sa nemal spoliehať iba na závery audítora, ale mal by si aspoň orientačne preveriť účtovníctvo sám. Zároveň musí mať aj záujem o podstatné informácie, ktoré nie sú z rôznych dôvodov obsiahnuté vo výkazoch. (Mařík, 2007, s. 97)

3.3.2 Analýza základných účtovných výkazov

Hlavným zdrojom informácií pre finančnú analýzu je účtovná závierka. Tá môže byť riadna, mimoriadna, predbežná alebo konsolidovaná. V oblasti finančnej analýzy pre oceňova-

nie sa pracuje najmä s riadnou účtovnou závierkou. Štandardnými účtovnými výkazmi, ktoré tvoria súčasť závierok, sú rozvaha, výkaz zisku, cash flow a nezanedbateľnou súčasťou je aj príloha k účtovnej závierke. (Kislingerová, 2010, s. 50-52)

Rozvaha

Základným účtovným výkazom každého podniku je rozvaha. Rozvaha sa delí na časť aktív a na časť pasív. Aktíva sú majetok, ktorý podnik vlastní a na druhej strane pasíva, sú zdroje, ktorými podnik financuje majetok obsiahnutý v aktívach. Rozvaha sa vždy zostavuje k určitému dátumu a musí platiť, že aktíva sa rovnajú pasívam. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 21)

Výkaz zisku a strát

Zmyslom výkazu zisku a strát je informovať o úspešnosti práce podniku, o výsledku, ktorého dosiahol podnikateľskou činnosťou. Zachytáva vzťahy medzi výnosmi dosiahnutými v určitom období a nákladmi spojenými s ich vytvorením. (Kislingerová, 2010, s. 66)

Príloha

Účelom prílohy je podať doplňujúce a vysvetľujúce informácie k výkazu zisku a strát a k rozvahe. Podstatný význam prílohy spočíva v tom, že nám poskytuje obraz o majetku, záväzkoch a vlastnom kapitále, nákladoch, výnosoch a výsledku hospodárenia. Ide o doplnenie informácií, ktoré dávajú predpoklad na možné zrovnávanie výkonnosti podniku v čase. Prílohu tvoria obecné údaje, informácie o použitých účtovných metódach, obecných účtovných zásadách a spôsoboch oceňovania, doplňujúce informácie k rozvahe a prehľad o peňažných tokoch (cash flow). (Kislingerová, 2010, s. 76)

Cash flow

Cash flow je dôležitým elementom finančnej analýzy podniku aj celkového finančného riadenia. Jedná sa o výkaz, ktorý zachytáva prírastky a úbytky peňažných prostriedkov a dôvody, prečo k nim prišlo na základe zvolených kritérií. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 46)

3.3.3 Analýza absolútnych ukazovateľov

Pod absolútnymi ukazovateľmi si predstavujeme údaje, ktoré sú zistené priamo z účtovných výkazov. Absolútne ukazovatele sa používajú najmä k analýze vývojových trendov jednotlivých položiek účtovných výkazov (**horizontálna analýza**) alebo k analýze

štruktúry účtovných výkazov (**vertikálna analýza**). Horizontálna analýza skúma zmeny absolútnych ukazovateľov v čase. Vertikálna analýza je percentuálny rozbor jednotlivých položiek výkazu, ktoré sa vzťahujú k určitej celkovej hodnote. (Hrdý a Krechovská, 2009, s. 121-122)

3.3.4 Analýza pomerových ukazovateľov

Analýza pomerových ukazovateľov je základným nástrojom finančnej analýzy. Analýza účtovných výkazov pomocou pomerových ukazovateľov patrí medzi najobľúbenejšie a to z dôvodu, že nám dokáže podať rýchly obraz alebo predstavu o finančnej situácii podniku. Patria sem skupiny ukazovateľov: zadlženosť, rentabilita, likvidita, aktivita a ukazovatele kapitálového trhu, prípadne ďalšie ukazovatele. (Knápková a Pavelková, 2010, s. 82-83)

3.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo potrebné a nepotrebné

Podnik pre svoje základné podnikateľské zameranie potrebuje aktíva v určitej štruktúre a veľkosti vrátane primeraných kapacitných rezerv. Tieto aktíva sú označované ako prevádzkovo nutné. Všetky ostatné aktíva označíme ako prevádzkovo nenutné alebo neprevádzkové. Pri oceňovaní, u väčšiny metód, by mala platiť zásada, že ak je to iba trochu možné tak rozdelíme aktíva na prevádzkovo nutné a nenutné. Zároveň by sa mali vyradiť aj výnosy a náklady, ktoré sú spojené s prevádzkovo nepotrebnými aktívami. Dôvody pre toto začlenenie sú:

- časť majetku nemusí byť vôbec využívaný a neplynú z neho žiadne alebo len malé príjmy (napr.: nevyužitú pozemky, dlhodobo držané akcie, z ktorých sa nevyplácajú dividendy)
- vyčlenia sa aktíva, ktoré nesúvisia s prevádzkou, aj v prípade že z nich plynú príjmy, pretože riziká, ktoré sú s nimi spojené môžu byť odlišné od rizika hlavnej prevádzky podniku
- K oceneniu oboch skupín aktív sa používajú iné metódy (Mařík, 2007, s. 119)

3.4.1 Najčastejšie prevádzkovo nepotrebné aktíva

- krátkodobý finančný majetok – peňažné prostriedky (nemali by byť vyššie ako 20 % sumy krátkodobého cudzieho kapitálu a odporúča sa aj riadiť podľa likvidity odvetvia), krátkodobé cenné papiere a podiely (podobne ako u peňažných prostriedkov)

- dlhodobý finančný majetok – investície, ktoré nemajú priamu väzbu k činnosti podniku
- ostatné prevádzkovo nepotrebné aktíva – nehnuteľnosti neslúžiacie k základnému účelu podnikania, pohľadávky nesúvisiace s hlavnou činnosťou podniku, nepotrebné zásoby, nedobytné pohľadávky, príliš veľké zásoby a nadbytočné kapacity ai. (Mařík, 2007, s. 120-122)

3.4.2 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál

Táto veličina slúži k tomu aby pomohla pri ocenení kvantifikovať predošlé úvahy o potrebných a nepotrebných aktívach v podniku a bude jedným z najdôležitejších východísk ďalších prepočtov. Prepočet prevádzkovo nutného investovaného kapitálu vychádza z účtovnej rozvahy. Jedná sa v podstate o bilančnú sumu, ktorá je upravená v dvoch smeroch:

- Z aktív sú vyradené tie položky, ktoré možno považovať za prevádzkovo nepotrebné.
- Obežné aktíva sú znížené o záväzky, u ktorých nie sme schopný explicitne vyčíslit' ich náklady (napr.: úroky).

Prevádzkovo nutný investovaný kapitál potom získame ako súčet prevádzkovo nutného dlhodobého majetku a prevádzkovo nutného pracovného kapitálu. (Mařík, 2007, s. 123)

3.4.3 Korigovaný výsledok hospodárenia

Ako sme už spomenuli, ak sú v podniku nejaké aktíva, ktoré nesúvisia s hlavnou prevádzkovou činnosťou, mali by sme zistiť, či tieto aktíva nám prinášajú nejaké náklady alebo výnosy a tie vylúčiť z výsledku hospodárenia. Medzi najtypickejšie položky, ktoré treba vylúčiť sú tržby a zostatková cena predaného dlhodobého majetku a materiálu; odpisy budov alebo zariadení, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku alebo iné významnejšie náklady spojené s neprevádzkovým majetkom. Existujú však aj položky, ktoré treba k výsledku hospodárenia pridať a to sú napríklad výnosy z cenných papierov v prípade, ak by sme sa rozhodli ich ponechať v prevádzkovom majetku alebo niektoré finančné náklady, ktoré by súviseli s prevádzkovým majetkom alebo bežnou prevádzkou. Korigovaný výsledok hospodárenia je výsledok hospodárenia generovaný nutným investovaným kapitálom. (Mařík, 2007, s. 123)

3.5 Generátory hodnoty

Pod pojmom generátory hodnoty si predstavujeme súbor niekoľkých základných hospodárskych veličín, ktoré spolu určujú hodnotu podniku a vyvodzujú sa v závislosti na metóde oceňovania. Najčastejšie je to metóda diskontovaných cash flow. Medzi generátory hodnoty patria tržby a ich rast, marža prevádzkového zisku, investície do pracovného kapitálu, investície do prevádzkovo nutného majetku, diskontná miera, spôsob financovania a doba, po ktorú predpokladáme generovanie pozitívneho peňažného toku. Pomocou analýzy generátorov hodnoty sa sústreďujeme len na tie veličiny, ktoré hodnotu prinášajú a získame lepší pohľad na minulosť podniku a na základe prognózy generátorov hodnoty získavame základnú kostru finančného plánu a to hlavne peňažných tokov. (Mařík, 2007, s. 125-126)

3.6 Finančný plán

Finančný plán má ústredné postavenie v sústave čiastkových plánov a hrá integrujúcu úlohu. Základnou úlohou tohto plánu je zabezpečiť realizáciu strategického plánu potrebnými finančnými zdrojmi, ktoré sú vytvorené buď vlastnou činnosťou podniku alebo získané externe (napr.: úver). Finančný plán sa využíva najmä pri výnosových metódach oceňovania a skladá sa z výsledovky, rozvahy a cash flow. Strategický (podnikový) plán by mal vychádzať z dlhodobej koncepcie podniku a mal by byť tvorený sústavou vyvážených plánov. Patria sem:

- plány predaja,
- plány kapacít,
- plány produkcie,
- plány pracovných síl,
- plány prevádzkového výsledku hospodárenia a z toho vyplývajúcich daní a podielov na zisku,
- plány cash flow,
- a záverečným dokumentom je plánovaná rozvaha. (Fotr, 1999, s. 23; Mařík, 2007, s. 149-150)

Po analýze a prognóze generátorov hodnoty sa následne zameriame hlavne na položky, ktoré nám budú výrazne ovplyvňovať hodnotu podniku a to na tržby z predaja hlavných

produktov podniku, plánovanú výšku zásob, pohľadávok a záväzkov, ziskovú maržu a východiskovú prognózu investícií do dlhodobého majetku, ktoré budú nevyhnutné pre ďalšie pokračovanie hlavnej prevádzky podniku. Dané položky budú tvoriť kostru finančného plánu. Pre zostavenie kompletného výkazu ziskov a strát, musíme daný plán doplniť aj o plán financovania, o plánované hodnoty niektorých menej významných položiek, o položky nesúvisiace s hlavnou prevádzkou podniku, o predpokladané výplaty dividend alebo podielov na zisku vlastníkov a o formálne dopočty položiek, ktoré neboli spočítané. (Mařík, 2007, s. 150-151)

4 METÓDY OCEŇOVANIA PODNIKU

V tejto kapitole sa budeme zaoberať metódami oceňovania podniku. Rozvedieme si najmä výnosové metódy oceňovania, ktoré sú predmetom diplomovej práce, a ku koncu si vysvetlíme princípy majetkových metód a likvidačnej hodnoty podniku.

4.1 Oceňovanie na základe analýzy výnosov

Výnosové metódy oceňovania vychádzajú z predpokladu, že hodnota statku je určená očakávaným úžitkom pre jeho vlastníka. U hospodárskych statkov sú úžitkom výnosy. Z pohľadu tvorby hodnoty sa jedná o teoreticky najvhodnejší postup. Za výnosy môžeme považovať skutočné príjmy plynúce z oceňovaného statku alebo majetku jeho vlastníkov. Medzi tieto metódy patrí metóda diskontovaných peňažných tokov (DCF), metóda kapitalizovaných čistých výnosov (KČV), metóda ekonomickej pridanej hodnoty (EVA/MVA) a metódy kombinované. V súčasnej dobe sú výnosové metódy brané ako jednoznačný základ pre odhad hodnoty podniku. (Sabolovič, 2008, s. 78)

4.1.1 Metódy diskontovaných peňažných tokov

Tieto metódy majú najväčšie využitie a to hlavne v anglosaských krajinách. Ich použitie sa však rozširuje a na Slovensku aj v Českej republike majú tieto metódy významné miesto. Podstatou oceňovania na základe diskontu cash flow je, že hodnota aktív je odvodená od súčasnej hodnoty budúcich peňažných tokov. Základom je teda súčasná hodnota budúcich výnosov. (Kislingerová, 2001, s. 157)

Ako je už z názvu podkapitoly známe, nejedná sa iba o jedinú metódu, ale ide o tri základné metódy. Zmyslom ale všetkých troch metód je zistiť hodnotu „čistého obchodného majetku“ (v medzinárodnej terminológii vlastný kapitál).

Metóda DCF – Entity (entity = jednotka, podnik sa označuje ako celok)

Pri tejto metóde vychádzame z dvoch krokov a to, že najprv vyjdeme z cash flow, ktoré boli k dispozícii ako pre vlastníkov, tak aj pre veriteľov a ich diskontovaním dostaneme hodnotu podniku ako celku (hodnota brutto). V druhom kroku odčítame hodnotu cudzieho kapitálu ku dňu ocenenia a získavame tak hodnotu vlastného kapitálu (hodnotu netto). Toto ocenenie je na úrovni vlastníkov aj veriteľov.

Metóda DCF – Equity (equity = vlastný kapitál)

Pri tejto metóde vychádzame z peňažných tokov, ktoré sú k dispozícii iba vlastníkom podniku. Ich diskontovaním získame priamo hodnotu vlastného kapitálu (hodnotu netto). Očenenie na úrovni vlastníkov.

Metóda APV (Adjust present value = upravená súčasná hodnota)

Pri tejto metóde sa opäť výpočet delí do dvoch krokov. V prvom kroku sa zisťuje hodnota ako celku (hodnota brutto), ale teraz ako súčet hodnoty podniku za predpokladu nulového zadĺženia a súčasnej hodnoty daňových úspor z úrokov. V druhom kroku sa odčíta cudzí kapitál a ziskava sa hodnota netto. (Krabec, 2009, s. 206-208; Mařík, 2007, s. 165)

Investovaný kapitál

Ide o dôležitú veličinu pre výpočet diskontovaných peňažných tokov. Vychádza sa z rozvahy, ktorá sa následne upravuje v dvoch smeroch:

- prvá úprava vychádza z potreby určiť náklady na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava plynie už zo spomenutého rozčlenenia aktív na prevádzkovo nutné a nepotrebné

Prevádzkovo nutný investovaný kapitál sa skladá z prevádzkovo nutného pracovného kapitálu a prevádzkovo nutného dlhodobého majetku.

Free Cash Flow (FCF)

V bežnom finančnom pláne máme prognózy cash flow a to typu prevádzkového, investičného, finančného a celkového cash flow. Pre potreby oceňovania však nie je žiadna z týchto variant priamo použiteľná. Musíme určiť, koľko peňazí možno zobrať z podniku tak, aby nebol narušený vývoj. Východiskom je produkcia peňazí v podniku, čiže prevádzkový cash flow. Následne je treba odčítať investície, ktoré sú nutné k dosiahnutiu určitého cash flow v budúcnosti. Výsledkom je tzv. **voľný cash flow (FCF)**. (Mařík, 2007, s. 170)

I. Metóda DCF entity

U metódy DCF entity sa voľným peňažným tokom myslí tvorba peňažných prostriedkov, ktoré sú k dispozícii:

- vlastníkom alebo akcionárom, teda predovšetkým dividendy,
- veriteľom v podobe splátok úrokov a úverov.

Preto sa niekedy označuje metóda DCF entity ako **peňažné toky do firmy** (FCFF = free cash flow to firm), alebo **peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov**. Pojem FCFF je konkrétnejšia varianta FCF pre DCF entity. (Mařík, 2007, s. 170)

Postup je znázornený v nasledujúcej tabuľke:

Tab. 1: Schéma výpočtu FCF metódou DCF entity (zdroj: Mařík, 2007, s. 170)

1.	+ Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z príjmu (KPVH _D x daňová sadzba)
3.	= Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatné náklady započítané v prevádzkovom VH, ktoré nie sú výdajmi v bežnom období
6.	= Predbežný peňažný tok z prevádzky
7.	- Investície do upraveného pracovného kapitálu (prevádzkovo nutného)
8.	- Investície do obstarania dlhodobého majetku (prevádzkovo nutného)
9.	= Voľný peňažný tok (FCFF)

Pre výpočet cash flow môžeme použiť tieto modely:

1. Model pre stabilný rast

U tohto modelu predpokladáme, že podnik splní podmienku „going concern“. (Mařík, 2007, s. 178)

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} \quad (4)$$

kde:

$FCFF_t$ = voľné cash flow do firmy v roku t

i_k = diskontná miera (kalkulovaná úroková miera)

n = počet rokov predpokladanej existencie podniku

Pre nekonečne dlhé obdobie nie je možné plánovať peňažné toky preto prejdeme k ďalším modelom, ktoré sa viac využívajú.

2. Model dvojfázovej metódy DCF entity

Predpovedané FCFF obdobie je rozdelené na dve fáze. Prvá fáza zahrnuje obdobie, kedy sme schopný urobiť prognózu pre jednotlivé roky finančného plánu. Druhá fáza potom obsahuje obdobia od konca druhej fázy až do nekonečna. Túto čiastku označujeme ako pokračujúca hodnota (Terminal value, Residual value). (Sabolovič, 2008, s. 82)

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T} \quad (5)$$

kde:

T = dĺžka prvej fázy

PH = pokračujúca hodnota

i_k = kalkulovaná úroková miera (priemerné vážené náklady kapitálu)

Pre výpočet pokračujúcej hodnoty môžeme použiť dva vzorce:

a) Gordonov vzorec

Pri tomto vzorci sa predpokladá doba trvania prvej fázy 4 až 14 rokov. Pre druhú fázu predpokladáme stabilný a trvalý rast voľného peňažného toku. Súčasná hodnota tejto nekonečne rastúcej časovej rady peňažných tokov predstavuje pokračujúcu hodnotu. Gordonov vzorec je používaný pre oceňovanie na základe dividend. (Mařík, 2007, s. 183)

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (6)$$

kde:

T = posledný rok prognózovaného obdobia

i_k = priemerné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková miera

g = predpokladané tempo rastu FCFF behom celej druhej fázy (do nekonečna)

$FCFF$ = free cash flow to firm

Aby vzorec platil musí byť splnená podmienka $i_k > g$.

b) Parametrický vzorec

Ďalšou možnosťou ako spočítať pokračujúcu hodnotu je parametrický vzorec. Pracuje s vybranými generátormi a to s tempom rastu korigovaných výsledkov hospodárenia (KPVH) znížených o upravené dane a s očakávanou rentabilitou čistých (nových) investícií. (Mařík, 2007, 186 – 187)

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} \quad (7)$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia po upravených daniach v prvom roku po uplynutí obdobia prognózy

$\frac{g}{r_I}$ = miera investícií

3. Model trojfázovej metódy

ide o spresnenie predikcie výnosov plynúcich podniku v budúcom období a preto sa rozčleňuje toto obdobie na tri fázy:

- Fáza rýchleho rastu – kompletne spracované finančné plány
- Fáza prechodná – odhad pomocou ročných temp rastu, rast sa spomaľuje a dochádza ku stabilizácii parametrov
- Fáza obdobia stability – počítame perpetuitu, čiže stabilitu parametrov

Výpočet hodnoty je nasledujúci:

$$H_n = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \cdot (i_k + g)} \quad (8)$$

kde:

FCF = voľný peňažný tok

i_k = diskontná (kalkulovaná) úroková miera

g = dlhodobu stabilné udržateľné tempo rastu

$T1$ = počet rokov rýchleho rastu

$T2$ = súčet počtu rokov rýchleho a spomaľujúceho rastu

H_n = hodnota netto (tj. hodnota vlastného kapitálu)

Model je vhodný pre subjekty s vysokým tempom rastu. V priebehu spomaľovania bude dochádzať k poklesu čistých investícií až do tretej fázy, kde dôjde k vyrovnaniu čistých investícií a odpisov. So spomaľovaním rastu a celkovou stabilizáciou dochádza ku zmenám charakteristiky rizika. (Mařík, 2007, s. 200; Sablovič, 2008, s. 85-86)

II. Metóda DCF equity

Hodnotu vlastného kapitálu získame ako sumu diskontovaných peňažných tokov plynúcich iba vlastníkom podniku (FCFE – Free Cash Flow to the Equity).

Diferenciácia od metódy DCF entity:

- Odlišný spôsob výpočtu voľných peňažných tokov
- Odlišný výsledok súčasnej hodnoty voľných peňažných tokov
- Použitá kalkulovaná miera (Sablovič, 2008, s. 87)

Postup pre FCFE môžeme vidieť v tabuľke:

Tab. 2: Schéma výpočtu FCF metódou DCF equity (zdroj: Mařík, 2007, s. 205)

1.	Korigovaný výsledok hospodárenia po upravených daniach (KPVH)
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatné náklady, ktoré nemajú v danom období charakter výdajov
4.	- Investície do upraveného pracovného kapitálu prevádzkovo nutného
5.	- Investície do zaobstarania dlhodobého majetku prevádzkovo nutného
6.	= FCF na úrovni podnikateľskej jednotky (tj. entity)
7.	- úroky z cudzieho kapitálu znížené o daňový štít
8.	- splátky úročeného cudzieho kapitálu
9.	+ novo prijatý úročený cudzí kapitál
10.	= FCFE

1. Jednofázový model

$$H_n = \frac{FCFE_1}{(i_k - g_n)} \quad (9)$$

kde:

$FCFE_t$ = očakávaný FCFE pre budúci rok

i_k = diskontná miera (náklady vlastného kapitálu)

g_n = miera rastu FCFE donekonečna

2. Dvojfázový model

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(i_k - g)} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (10)$$

kde:

i_k = kalkulovaná úroková miera na úrovni vlastného kapitálu pri konkrétnej miere zadĺženia

g = predpokladané tempo rastu FCFE v druhej fázy horizontu budúcich rokov

(Mařík, 2007, s. 205-206)

III. Metóda APV

Metóda APV rozdeľuje výpočet do dvoch krokov. Hodnota brutto je získaná ako súčet hodnoty podniku pri nulovom zadĺžení a súčasnej hodnoty daňových úspor z úrokov. Hodnota podniku netto je potom získaná ako rozdiel tohto výsledku a cudzieho kapitálu. Metóda APV je však v slovenskej, českej alebo zahraničnej praxi málo používaná. (Sabolovič, 2008, s. 89)

4.1.2 Metóda kapitalizovaných čistých výnosov

Metóda kapitalizovaných čistých výnosov sa vyznačuje väčšou snahou o objektivitu a opatnosť, než je tomu u ostatných výnosových metódach. Metóda kapitalizovaných čistých výnosov vedie ku zisteniu hodnoty vlastného kapitálu, je teda metódou typu equity. Dôležitým prvkom v tejto metóde je **trvalo udržateľný zisk**, čo je účetný zisk, ktorý je podrobený celej rade korekcií a to napríklad:

- úprave odpisov o reálne opotrebenie
- vylúčeniu výnosov a nákladov, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou
- vylúčeniu mimoriadnych výnosov a nákladov prechodného charakteru,
- priemerovaniu nepravidelných výnosov, vylúčeniu skrytých rezerv,
- úprave metodickéj zmeny ai. (Sabolovič, 2008, s. 90-91; Dluhošová, 2010, s. 178)

Postup pri použití metódy kapitalizovaných čistých výnosov obsahuje tieto body:

- najprv urobíme analýzu a úpravu doterajších výsledkov hospodárenia,
- prepočítame finančné potreby, predikciu budúcich čistých výnosov a urobíme korekciu čistých výnosov,
- odhadneme kalkulovanú úrokovú mieru,
- nakoniec prepočítame výnosovú hodnotu analytickou alebo paušálnou metódou (Sabolovič, 2008, s. 91)

1) Analytická metóda

Analytická metóda je taký postup, kde je výnosové ocenenie postavené na prognóze budúcich výsledkov hospodárenia, ktoré sú upravené o vplyv financovania. Pri získavaní vstupných dát je dôležité rozlišovať, či sa jedná o subjektívne alebo objektivizované ocenenie. Pri objektivizovanom ocenení by sa malo vychádzať z rady odnímateľných výnosov, teda zo skutočných, účtovnou politikou čo najmenej ovplyvnených budúcich výsledkov hospodárenia, ktoré môžu byť rozdelené bez toho, aby bol ohrozený budúci výnosový potenciál podniku. Ak máme k dispozícii radu budúcich odnímateľných čistých výnosov a predpokladáme trvalú existenciu podniku, môžeme použiť výpočet:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (11)$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto (vlastného kapitálu)

$\check{C}V_t$ = odhad odnímateľného čistého výnosu pre rok t prognózy

T = dĺžka obdobia, pre ktoré sme schopný v jednotlivých rokoch odhadnúť čistý výnos (dĺžka prvej fázy)

$T\check{C}V$ = trvalá veľkosť odnímateľného čistého výnosu v druhej fáze uvažovaného horizontu a predpokladáme stabilnú úroveň čistých odnímateľných výnosov

i_k = kalkulovalná úroková miera

(Mařík, 2011, s. 270-271)

2) Paušálna metóda

Táto metóda sa týka najmä podnikov, ktoré majú určitú minulosť, ale ich budúcnosť je len ťažko predpovedateľná. Príkladom môžu byť malé podniky pracujúce na zákazku. Predpokladom je, že podnik bude v budúcnosti dosahovať aspoň takých výsledkov, ako dosahoval v minulosti. Trvalý čistý výnos k rozdeleniu vypočítame ako vážený priemer minulých upravených čistých výnosov z časovej rady upravených minulých výsledkov hospodárenia. Zásadné je vylúčiť z časovej rady extrémne odchýlky. (Mařík, 2007, s. 271-273)

$$\text{Trvalý odnímateľný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (12)$$

kde:

$\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy

q_t = váhy určujúce význam čistého výnosu za určitý minulý tok pre odhad budúceho trvalo odnímateľného výnosu

K = počet minulých rokov zahrnutých vo výpočte

Po výpočte trvalo odnímateľného čistého výnosu, môžeme určiť výnosovú hodnotu vlastného kapitálu podniku.

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (13)$$

kde

$T\check{C}V$ = trvalo odnímateľný čistý výnos

i_k = kalkulovalná úroková miera

Trvalo odnímateľný čistý výnos je vyjadrený v stálych cenách k dátumu ocenenia a kalkulovalná miera je očistená o infláciu. (Mařík, 2007, s. 273)

4.1.3 Kombinované výnosové metódy

Kombinované výnosové metódy nám spájajú metódy majetkové a výnosové.

1) Metóda strednej hodnoty (Schmalenbachova metóda)

Táto metóda je často označovaná ako metóda obchodníkov a praktíkov, lebo patrila aj patrí medzi veľmi používané metódy. V tejto metóde ide o to, že hodnota podniku je vytváraná ako vloženými statkami a výkonmi do podniku, tak aj budúcim výnosom. Obidve zložky sú rovnocenné. Hodnota podniku sa vypočíta ako priemer substančnej (majetkovej) hodnoty a hodnoty výnosu. Je nutné využiť aj váhy pre jednotlivé odvetvia. Možnosť diferencovať váhy nám poskytuje nasledujúci výraz: (Kislingerová, 2001, s. 237; Mařík, 2007, s. 278)

$$H = \frac{x_1V + x_2S}{x_1 + x_2} \quad (14)$$

kde:

V = výnosová metóda prepočítaná obvykle podľa metódy kapitalizovaných čistých výnosov

S = substančná hodnota založená na reprodukčných cenách

x_1, x_2 = zvolené váhy pre obe veličiny

Je dôležité si dávať pozor na to, či sa jedná o hodnoty vlastného kapitálu alebo podniku ako celku. Štandardný postup vyžaduje použiť hodnoty vlastného kapitálu a podmienkou je, že sa metóda môže použiť iba vtedy, ak výnosová a substančná hodnota sa od seba príliš nelíšia (rozdiel asi 5% až 10%). Ak sa dané hodnoty moc líšia od seba, odporúča sa prikláňať k hodnote výnosovej.

2) Metóda kapitalizovaných mimoriadnych čistých výnosov

Celková hodnota podľa metódy kapitalizovaných mimoriadnych čistých výnosov sa skladá z hodnoty substancie a hodnoty „firmy“. Hodnota „firmy“ je v tomto prípade braná ako rozdiel medzi výnosovou hodnotou a substančnou hodnotou. Základom tejto metódy je kapitalizovaný mimoriadny čistý výnos, ktorý vyjadríme ako rozdiel medzi celkovým čistým výnosom (ČV) podniku a čistým výnosom, ktorý by sme mali dostať pri normálnom zúročení (i_k) vloženého kapitálu. Metóda pracuje s čistými výnosmi pre vlastníkov, takže ide o ocenenie vlastného kapitálu a to znamená, že aj kalkulovaná úroková miera je na úrovni vlastného kapitálu. (Mařík, 2007, s. 279)

Nasledující vztah nám vyjadruje výpočet hodnoty podľa tejto metódy:

$$H_n = S_n + \sum_{t=1}^n \frac{\check{C}V - i_k * S_n}{(1+i_{k2})^t} \quad (15)$$

kde:

S_n	=	substančná hodnota netto
$\check{C}V$	=	celkový čistý výnos
i_k	=	kalkulovaná úroková miera (náklady vlastného kapitálu)
i_{k2}	=	kalkulovaná úroková miera pre mimoriadny výnos (vyššie ako i_k)
$i_k * S_n$	=	obvyklý čistý výnos za rok
$\check{C}V - i_k * S_n$	=	mimoriadny čistý výnos za rok

4.1.4 Metóda ekonomickej pridanej hodnoty

Táto metóda na rozdiel o model DCF nevychádza z peňažných tokov, ale pracuje s ukazovateľom EVA. Ukazovateľ EVA, odkrýva podniky, ktoré zaručujú akcionárom, že investícia povedie k rastu ich bohatstva. (Kislingerová, 2001, s. 224)

V prvom kroku musíme vypočítať hodnotu aktív, čiže hodnotu pre vlastníkov aj veriteľov. Ďalším krokom je vylúčenie neoperatívnych aktív a následne odpočet cudzieho kapitálu, čím získavame ocenenie podniku iba pre vlastníkov. Postup je znázornený v nasledujúcej tabuľke. (Maříková a Mařík, 2001, s. 52-53; Mařík, 2007, s. 295)

Tab. 3: Schéma výpočtu hodnoty vlastného kapitálu prostredníctvom metódy EVA (zdroj: Mařík, 2007, s. 295)

1.	Tržná hodnota operačných aktív (NOA+MVA)
2.	+ Tržná hodnota neoperačných aktív
3.	- Tržná hodnota neúročených záväzkov
4.	= Tržná hodnota vlastného kapitálu

Čisté operatívne aktíva získame tak, že upravíme rozvahu o neoperatívne aktíva, neúročený cudzí kapitál a o mimoriadne položky. Hodnotu pridanú trhom (MVA) môžeme získať ako súčasnú hodnotu všetkých budúcich EVA. Pre výpočet volíme dvojfázovú metódu.

Druhá fáza býva počítaná ako večná renta zo stabilných EVA do nekonečna. (Mařík, 2007, s. 286, 296-297)

$$H_n = NOA + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - CK_0 + A_0 \quad (16)$$

kde:

H_n = hodnota vlastného kapitálu (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roku t

NOA = čisté operačné aktíva k dátumu ocenenia

T = počet rokov explicitne plánovaných EVA

$WACC$ = priemerné vážené náklady kapitálu

CK = hodnota cudzích zdrojov k dátumu ocenenia

A_0 = ostatné, tj neoperačné aktíva k dátumu ocenenia

4.2 Majetkové metódy oceňovania

Majetková hodnota je definovaná ako súhrn individuálnych ocenení jednotlivých zložiek majetku. Od toho sú následne odpočítaná suma individuálne ocenených záväzkov. Ocenenie na základe analýzy majetku vedie ku zisteniu majetkovej podstaty podniku, ktorú označujeme ako substanciu alebo substančnú hodnotu. Substančná hodnota by mala obsahovať všetky položky majetku, na ktoré boli vynaložené výdaje a od ktorých je možné očakávať príspevok k výsledkom hospodárenia podniku. Majetkové ocenenie môžeme členiť podľa predpokladov pokračovania podniku:

- vychádzame z trvalej existencie podniku a oceňujeme na princípe reprodukčných cien
- nepredpokladáme dlhodobejšiu existenciu podniku a oceňujeme na princípu likvidačnej hodnoty (Mařík, 2007, s. 321-322)

4.2.1 Likvidačná hodnota

Táto hodnota sa zisťuje za predpokladu, že majetok podniku bude určitým spôsobom rozdelený, rozpredaný, prípadne zlikvidovaný. Výpočet likvidačnej hodnoty je v princípu jednoduchý, ale z hľadiska praktického využitia však veľmi náročný, pretože je treba odhadnúť, do akej miery bude trh schopný daný majetok vstrebať a za akú cenu.

Medzi základné dôvody ocenenia podniku na likvidačnú hodnotu sú:

- oceňujeme podnik s obmedzenou životnosťou
- oceňujeme stratový podnik
- odhadujeme dolnú hranicu ocenenia podniku
- rozhodujeme sa medzi likvidáciou alebo sanáciou
- slúži ako meradlo istoty investovaného kapitálu do podniku
- oceňujeme neprevádzkový majetok (Mařík, 2007, s.323)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLOČNOSTI

Táto časť sa zaoberá charakteristikou podniku Cemmac, a.s., kde spomenieme základné informácie o spoločnosti s históriou podniku, organizačnú štruktúru, ciele spoločnosti a nemôžeme zabudnúť aj na analýzu okolia spoločnosti.

Spoločnosť bude oceňovaná k 1.1. 2014.

5.1 Základné údaje o spoločnosti a predmet podnikania

Obchodné meno:	Cemmac, a.s.
IČO:	31412106
Sídlo:	Cementárska 14/14, 914 42 Horné Srnie, SR
Vznik spoločnosti:	1. máj 1992
Právna forma:	akciová spoločnosť
Statutárny orgán:	predstavenstvo
Základný kapitál:	16,414 mil. EUR
Počet zamestnanců:	190
Odvetvie:	výroba stavebných hmôt

Hlavným predmetom činnosti podniku je **výroba cementu**. Medzi ďalšie patrí:

- výroba iných minerálnych výrobkov nekovových (mletých vápencov),
- činnosť organizačných a ekonomických poradcov,
- kúpa tovaru na účely jeho predaja iným prevádzkovateľom živnosti v rozsahu voľných živností (veľkoobchod),
- kúpa tovaru na účely jeho predaja konečnému spotrebiteľovi v rozsahu voľných živností (maloobchod),
- vykonávanie trhacích prác,
- poradenská činnosť v rozsahu voľných živností
- sprostredkovanie obchodu v rozsahu voľných živností
- výroba náhradných dielov

- podnikanie v oblasti nakladania s nebezpečným odpadom
- technické testovanie, meranie a analýzy v rozsahu voľnej živnosti
- prevádzkovanie dopravy na dráhe
- montáž, opravy a údržba strojných a elektrotechnických zariadení

5.2 Popis spoločnosti a história

Podnik Cemmac, a.s., ktorý má sídlo v Hornom Srní sa radí medzi uznávané a vyspelé podniky v Slovenskej republike, ale aj v zahraničí. Svojou štruktúrou a počtom zamestnancov patrí medzi stredne veľké spoločnosti v odvetví výroby stavebných hmôt.

Prvé zmienky o spoločnosti siahajú až do roku 1883, keď taliansky podnikateľ Giovanni Batista Pisetta vybudoval vápencový lom na miestach, kde stojí súčasná cementáreň. Tento lom bol využívaný na dodávanie vápencových kvádrov na stavbu železníc. Neskôr, vďaka rôznym testom, sa potvrdilo, že daný druh vápenca je vhodný na výrobu románskeho cementu. Z tohto dôvodu dal Pisetta v roku 1895 postaviť dve murované pece na pálenie slinku. Firma sa rozrastala a aj testy, ktoré boli vykonané vo Výskumnom ústave v Brne a v Berlíne, taktiež potvrdili veľmi dobrú kvalitu slieňov a vápencov. Mimoriadne chemicko-fyzikálne vlastnosti na výrobu portlandských cementov.

Prelom nastal v roku 1926. Vtedy rodina Spiškovcov odkúpila lom od Pisetty a zadala firme Curt von Gruber z Berlína výstavbu cementárne. Takto sa utvorila akciová spoločnosť Moravsko-slovenské cementárne. Následne sa podnik urýchlene rozrastal a vytvárali sa rôzne výstavby na vytvorenie kvalitnej cementárne. Po skončení 2. svetovej vojny v roku 1945 začala táto cementáreň v Hornom Srní ako prvá s výrobou cementu. Ďalšia zmena nastala v roku 1950, keď vznikla samostatná organizačná jednotka pod názvom Hornosrnianska cementáreň, štátny podnik s pridruženou vápenkou v Novom meste nad Váhom. V podniku prebiehali veľké rekonštrukcie od roku 1959 až do roku 1962. Vybodovali sa štyri šachtové pece, tri železo betónové homogenizačné silá, drviareň, druhý mlyn, šesť surovinových zásobníkov, surovinová mlynica, kompletná sušiareň trosky a dva veterné triediče. Vytvárali sa nové silá na zásobovanie slinku a podnik sa stále rozrastal. V roku 1994 bol do prevádzky uvedený elektrofilter, ktorý umožnil zníženie emisií na takú úroveň, ktorá je nižšia ako u západoeurópskych cementární. Ďalej bola vybudovaná nová linka rotačnej pece, čo bola veľmi drahá avšak výhodná investícia.

Od roku 1996 je hlavným akcionárom spoločnosti Cemmac, a.s. rakúska skupina Asamer. V tej dobe si spoločnosť, pod záštitou skupiny Asamer, prešla rôznymi technickými, geopolitickými a svetovými hospodárskymi zmenami. Pri vstupe skupiny Asamer do podniku, bola politická istota a politická situácia vo východoeurópskych krajinách, pre nich ako Rakúšanov, určitou rizikovou tematikou. Politická atmosféra sa medzičasom stabilizovala, čo bolo zapríčinené aj vstupom Slovenska do Európskej únie. Voľným pohybom tovaru a jednotnou menou Euro sa rapídne zlepšili hospodárske vzťahy. Rakúska skupina zainvestovala do podniku nemalé peniaze. Ako sme už spomínali, najmodernejšie technológie rotačných pecí nahradili staré šachtové pece. A tak sa z najstaršej fabriky Slovenska stala najmodernejšia výrobná cementu. Kým v roku 1929 bolo vyrobených iba 5 300 ton cementu, v roku 2008, pred hospodárskou krízou, sa vyrobilo rekordných 636 000 cementu.

5.3 Hlavné podnikové princípy spoločnosti

Profesionalita – Cemmac, a.s. prejavuje profesionalitu efektívnou, kvalitnou a vysoko odbornou prácou, pri ktorej dodržiava zásady bezpečnosti práce, ochrany zdravia a životného prostredia, rešpektuje zákony a využíva najlepšie dostupné technológie.

Spol'ahlivosť – podnik plní svoje pracovné úlohy a povinnosti zodpovedne, včas a čestne, v súlade s etickými normami a pri dodržiavaní pracovnej disciplíny.

Stabilita – spoločnosť stavia rozvoj firmy a dlhodobú stabilitu na základe dvoch predošlých princípov – profesionality a spol'ahlivosti. Ako dcérska spoločnosť rakúskeho holdingu ASAMER si udržuje a upevňuje svoje postavenie na trhu nielen na Slovensku, ale aj v zahraničí.

Výrobky – ako bolo už spomenuté, podnik vyrába portlandské a troskoportlandské cementy. Dlhoročné skúsenosti a trvalá snaha o vylepšovanie a zvyšovanie kvality výrobkov sú základom podnikateľského úspechu firmy.

Zamestnanci – firma je atraktívnym zamestnávateľom, ktorý ponúka svojim zamestnancom hodnotné a stabilné pracovné pozície, profesijné vzdelávanie, osobný a odborný rast a sociálne istoty. Najväčšou hodnotou pre firmu sú ľudia, teda ich odbornosť, schopnosti a skúsenosti.

Zákazníci - Cemmac, a.s. je spol'ahlivým dodávateľom, ktorý svoje dlhoročné vzťahy so zákazníkmi buduje na férovej spolupráci, stabilnej kvalite a vysokej operatívosti dodávok, na vzájomnom rešpekte, partnerstve a dôvere.

Obchodní partneri a dodávateľia – firma má náročné kritéria a požiadavky k svojim dodávateľom a obchodným partnerom, ale jednajú s nimi vždy transparentne a otvorene. Požaduje vždy tú najvyššiu kvalitu a komplexný servis a ako protihodnotu ponúka hodnotné partnerstvo.

Životné a pracovné prostredie – spoločnosť si je vedomá svojej zodpovednosti, ktorá vyplýva z využívania prírodných zdrojov. Emisie a imisie znižujú na technicky najnižšie možné množstvo. Cieľavedome vykonávajú rekultiváciu ťažobných plôch. Každý v podniku je zodpovedný za čistotu a poriadok vo svojej sekcii činnosti v spoločnosti. Pre bezpečnosť práce a ochranu zdravia svojich zamestnancov sa snaží robiť spoločnosť všetko, čo je v jej silách.

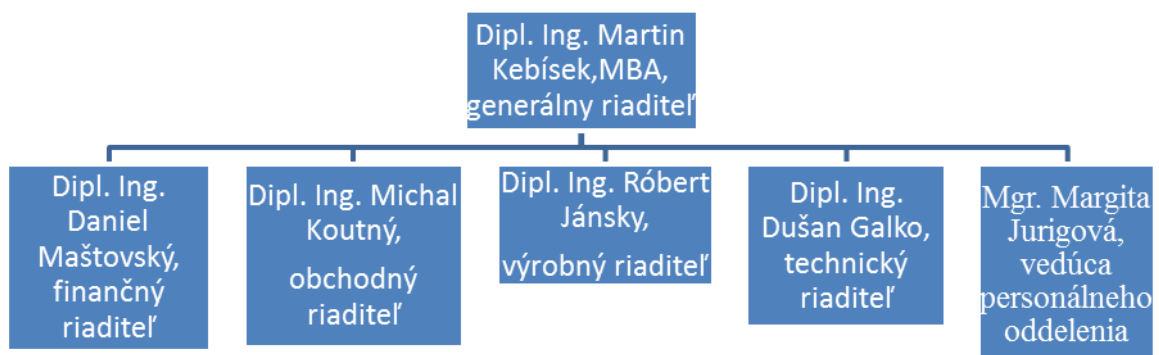
Región podniku – podnik si je vedomý zodpovednosti k regiónu, v ktorom pôsobí, a preto podporuje kultúrne, sociálne a športové aktivity v tomto regióne. Mimoriadnu pozornosť venuje mládeži a vzdelávaniu.

Vízia – Asamer – spojená sila pre generácie

5.4 Organizačná štruktúra

Podnik vyžíva najjednoduchšiu organizačnú štruktúru a to líniovú alebo lineárnu štruktúru. Podnik je rozdelený na riaditeľov, ktorí majú svojich vedúcich a tí majú následne svojich pracovníkov. Uvedieme si aj členov predstavenstva a dozornej rady.

Organizačná štruktúra:



Obr. 2: Organizačná štruktúra firmy Cemmac, a.s.(zdroj: vlastné spracovanie)

Predstavenstvo:

1. Dipl. Ing. Martin Kebísek, MBA, predseda
2. Dipl. Ing. Daniel Maštovský, člen

Dozorná rada:

1. Mag. Kurt Asamer, predseda
2. Mag. Klaus Födinger, člen
3. Mag. Wolfgang Rieder, člen
4. Dipl. Ing. Karol Podhora, člen
5. Pavol Galko, člen
6. Dipl. Ing. Ivan Kebísek, člen
7. Dipl. Ing. Martin Hrobár, člen

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

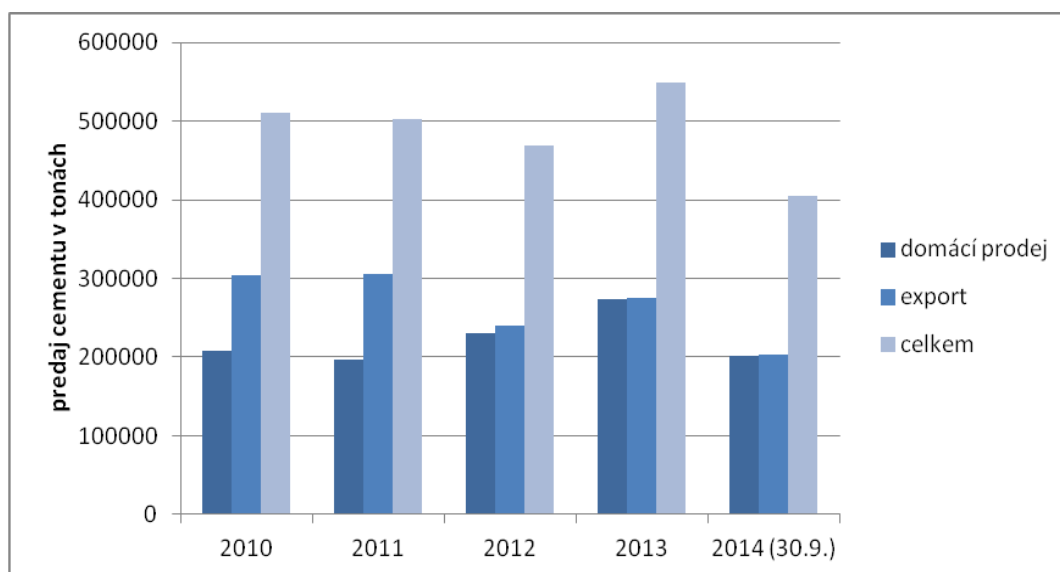
Strategickú analýzu budeme vytvárať na základe postupu, ktorý nám vo svojej knihe popísali manželia Maříkovci, viz teoretická časť práce. Prvým krokom tejto analýzy je vymedziť relevantný trh spoločnosti, analyzovať ho a prognózovať jeho vývoj. Ďalej uskutočnime analýzu konkurencie a nakoniec stanovíme prognózu tržieb oceňovaného podniku.

6.1 Analýza a prognóza relevantného trhu (analýza vonkajšieho potenciálu)

V tejto kapitole sa budeme zaoberať analýzou vonkajšieho potenciálu. V prvom rade vymedzíme relevantný trh z územného a vecného hľadiska, z hľadiska zákazníkov a konkurencie. Ďalším krokom bude vymedzenie relevantného trhu a posúdenie jeho atraktivity.

6.1.1 Vymedzenie relevantného trhu

Cemmac, a.s. územne pôsobí najmä na trhu Slovenskej republiky, Českej republiky a na rakúskom trhu.. Podnik spolupracuje najmä s odberateľmi z okolitých krajín. Podľa informácií od spoločnosti, až 95 % objednávok plynie z Českej republiky a Slovenska. Na obrázku 3 vidíme množstvo domáceho predaja a množstvo exportu do zahraničia, prevažne Českej republiky, v rokoch 2010 až 2014. Spoločnosť je vo väčšine prípadov závislá na zahraničnom trhu – Českom, ale po roku 2011 sa domáci trh skoro vyrovnal zahraničnému. Preto by som ako relevantný trh z územného hľadiska vymedzil česko-slovenský trh.



Obr. 3: Predaj cementu spoločnosti Cemmac, a.s. na Slovensku a v zahraničí (v tonách)

Z vecného hľadiska môžeme trh vymedziť akurát na trh produktu - cementu, pretože cement nemá konkurencieschopný substitút. Z hľadiska zákazníkov by relevantný trh vytváralo z 95-tich % odvetvie stavebníctva. Najviac odberateľov je z daného odvetvia a výroba a predaj cementu je priamo závislá na situácii v stavebníctve. Z hľadiska konkurencie by potom relevantný trh tvorili iba spoločnosti, ktoré vyrábajú cement alebo podobné stavebné látky.

6.1.2 Odhad veľkosti relevantného trhu

Pretože spoločnosť Cemmac, a.s. pôsobí rovnomerne na Slovenskom aj Českom trhu, tak odhad veľkosti trhu spravíme oddelene pre slovenský a pre český trh.

Odhad veľkosti relevantného trhu na Slovensku spravíme na základe štatistík o tržbách z predaja vlastných výkonov a tovaru v danom odvetví pre daný trh. Podľa klasifikácie ekonomických činností SK-NACE sa podnik zaraďuje do kategórie C – Spracovateľský priemysel, oddielu 23 - Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov, presnejšie 23.51 Výroba cementu. Veľkosť relevantného trhu v SR nám znázorňuje tabuľka 4.

Tab. 4.: Vývoj tržieb odvetvia výroby ostatných nekovových minerálnych výrobkov v SR (zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. EUR	Vývoj tržieb odvetvia v SR	
2010	1 381 316	
2011	1 456 982	5,48%
2012	1 370 709	-5,92%
2013	1 350 258	-1,49%
2014	1 385 036	2,58%

Odhad veľkosti relevantného trhu v Českej republike spravíme podobne, ako predošlý odhad pre slovenský trh. Spoločnosť patrí podľa klasifikácie CZ – NACE rovnako pod kategóriu C – Spracovateľský priemysel a do oddielu 23 - Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov. Veľkosť relevantného trhu v ČR nám znázorňuje tabuľka 5.

Tab. 5: Vývoj tržieb odvetvia výroby ostatných nekovových minerálnych výrobkov v ČR (zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	Vývoj tržieb odvetvia ČR	
2010	78 914 572	-
2011	83 380 755	5,66%
2012	87 526 717	4,97%
2013	84 276 158	-3,71%
2014	86 535 914	2,68%

Nakoniec vytvoríme konečný odhad relevantného trhu a to tak, že spojíme slovenský a český trh a zistíme celkový vývoj relevantného trhu. Aby sme mohli trhy zjednotiť, musíme v prvom rade previesť trhy na spoločnú menu. Ako spoločnú menu sme si vybrali euro. Relevantný trh českej republiky prevedieme na základe kurzov ČNB ku 31.12 daného roku. Vývoj kurzu CZK/EUR v podľa webového portálu ČNB (2010: 25,06; 2011: 25,80; 2012: 25,14; 2013: 27,425; 2014: 27,725)

Tab. 6: Súčet vývoja tržieb odvetvia v SR a ČR (zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. EUR	Súčet vývoja tržieb odvetvia v SR a ČR	
2010	4 530 341	-
2011	4 688 794	3,50%
2012	4 852 281	3,49%
2013	4 423 227	-8,84%
2014	4 506 259	1,88%

6.1.3 Analýza atraktivity trhu

Po vymedzení relevantného trhu prejdeme k analýze atraktivity daného trhu. Pri analýze atraktivity trhu budeme hodnotiť faktory, ktoré sú dôležité z hľadiska dopytu a možnosti predaja.

Rast trhu – z tabuliek 4, 5 a 6 môžeme vidieť, že trh nemá veľkú dynamiku. Trh sa pohybuje okolo jednej hodnoty a to v škále 5 % v ČR i v SR až na rok 2013, kde bol po súčte trhov pokles až o 8,9%. Aj tento pokles trhu nemôžeme označovať ako za značný. Trh sa ale v ostatných rokoch nijak výrazne nemení a nevidíme podstatný nárast alebo pokles trhu odvetvia, či už v Slovenskej alebo Českej republike. Na základe poznatkov z tabuliek by sme mohli povedať, že atraktivita trhu nebude vysoká, pretože dynamika trhu je príliš nízka a trh sa pohybuje po celú sledovanú dobu v skoro rovnakých hodnotách.

Veľkosť trhu – veľkosť je daná množstvom tržieb daného odvetvia. V Českej republike majú tržby oddielu CZ – NACE 23 Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov na celkových tržbách spracovateľského priemyslu v priemere 3,5% podiel. V Slovenskej republike majú tržby oddielu SK NACE – 23 Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov podiel na celkových tržbách spracovateľského priemyslu v priemere 2,5%. Preto môžeme povedať, že podiel tržieb odvetia na oboch trhoch nie je veľký, jedná sa o relatívne malý trh, s ktorým je tiež spojená aj nižšia atraktivita.

Intenzita konkurencie – v oblasti výroby cementu nie je konkurencia až tak veľká. Na trhu výroby cementu sa nachádzajú podniky, ktoré už majú určitú tradíciu a stálych odberateľov.

Bariéry vstupu – výroba cementu a prevádzkovanie cementárni je nesmierne náročné, či už kapitálovo alebo technologicky. Technológie, ktoré sa využívajú na výrobu cementu v súčasnosti sú veľmi drahé a to najmä kvôli zvyšovaniu nárokov na vypúšťanie nečistôt do ovzdušia, ktoré pri výrobe cementu vo vysoko-tepelných peciach vznikajú. Výrobu cementu sprevádzajú vysoké náklady a technologický pokrok. Vstup do odvetvia je nesmierne náročný.

Možnosti substitúcie produktu a priemerná rentabilita - V oblasti výroby cementu si nevieme predstaviť, že by sa dal cement nahradiť nejakým iným produktom. Cement je špecifickým produktom, ktorý je využívaný v stavebníctve všade na svete. Priemerná rentabilita odvetvia pre trh v ČR a v SR sa pohybuje okolo 7,5%.

Citlivosť na konjunktúru – Závislosť na konjunktúre ekonomiky v oblasti výroby cementu určite existuje. Výroba cementu je závislá na stave v stavebníctve a stavebníctvo je závislé na stave ekonomiky. V prípade, že sa ekonomike daného štátu darí, stavajú sa rôzne nové výrobné haly, administratívne priestory, priemyselné parky a iné. Naopak, ak ekonomika neprosperuje, firmy neinvestujú a nestavajú, čo znamená pokles dopytu po cemente a stavebníctve ako takom.

Štruktúra zákazníkov – spoločnosť vyrába cement pre celú škálu zákazníkov. Od veľkých stavebných firiem až po kusový predaj pre jednotlivcov. Odberatelia môžu byť z rôznych druhov odvetvia, ale prevažná väčšina odberateľov je zo stavebníctva.

Tab. 7: Analýza atraktivita trhu (zdroj: vlastné spracovanie)

Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity						Body	Váha x Body	
		negatívne		priemer			pozitívne			
		0	1	2	3	4	5			6
Rast trhu	3		x						1	3
Veľkosť trhu	2				x				3	6
Intenzita konkurencie	2						x		5	10
Priemerná rentabilita	2			x					2	4
Bariéry vstupu	2						x		5	10
Možnosti substituce	1				x				3	3
Čitlivosť na konjunktúru	1			x					2	2
Štruktúra zákazníkov	2					x			5	10
Vplyvy prostredia	1			x					2	2
Celkom	16									50

Maximálny počet bodov: 96

Dosiahnutých bodov: 50

Hodnotenie: 52 %

Z vyššie uvedeného vyplýva, že atraktivita trhu sa pohybuje okolo priemeru.

Tab. 8: Príležitosti a hrozby relevantného trhu

Príležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> • bariéry vstupu do odvetvia sú veľké (možnosť expanzie na stabilnom trhu) • vytlačenie konkurentov inováciami 	<ul style="list-style-type: none"> • malý a málo dynamický trh • citlivosť na konjunktúru (negatívne zmeny ekonomiky majú dopad na výrobu cementu)

6.1.4 Prognóza vývoja trhu

Za hlavný faktor pôsobiaci na veľkosť relevantného trhu pokladáme celkový hospodársky vývoj, čiže vývoj HDP. Ako sme už spomínali, spoločnosť pôsobí najmä na Slovensku a v Českej republike. Preto, ako relevantný trh budeme brať celkový trh spoločne. Pre

prognózu sme využili dáta v bežných cenách zo štatistických úradov v ČR a v SR. Kurzy CZK/EUR a predikcie kurzov CZK/EUR sme získali z webových portálov ministerstva financií a hospodárstva ČR a SR. Slovenská koruna je konvertovaná euro kurzom 30,126. Prognóza vývoja relevantného trhu bola vytvorená na základe regresnej analýzy s lineárnou funkciou. Predpovedané tržby, ktoré dosahuje relevantný trh, sú vypočítané podľa rovnice a dosadzovali sme hodnoty v miliónoch eurách:

$$T = 0,0036 \cdot HDP + 3\,810\,661,8378 \quad (17)$$

Pre reálnejšie zobrazenie budúcich hodnôt tržieb relevantného trhu sme odstránili hodnoty z rokov 2007 a 2008, pretože v týchto rokoch mal relevantný trh značne vyššie tržby, ako po roku 2008. Táto skutočnosť bola zapríčinená svetovou finančnou krízou, ktorá v roku 2008 vypukla a mala ťažký dopad oddielu Výroby ostatných nekovových výrobkov. Od diel sa z finančnej krízy pomaly spamätáva doteraz. Celkový výpočet je v prílohe PI.

Tab. 9: Vývoj relevantného trhu (zdroj: vlastné spracovanie)

	Roky	Súčet HDP pro ČR a SR (mld. EUR)	Tempo rastu HDP	relevantný trh v SR a ČR (tis. EUR)	Tempo rastu relevantného trhu
Skutočnosť	2007	198,74		6 284 180	
	2008	213,9	7,63%	6 042 793	-3,84%
	2009	211,48	-1,13%	4 695 536	-22,30%
	2010	223,67	5,76%	4 530 341	-3,52%
	2011	224,87	0,54%	4 688 794	3,50%
	2012	232,1	3,21%	4 852 281	3,49%
	2013	221,12	-4,73%	4 423 227	-8,84%
Predikcia	2014	229,64	3,85%	4 506 259	1,88%
	2015	241,27	5,07%	4 679 289	3,84%
	2016	252,72	4,74%	4 719 798	0,87%
	2017	263,39	4,23%	4 758 940	0,83%
	2018	263,87	1,93%	4 760 635	0,04%

6.2 Analýza konkurencie a vnútorného potenciálu podniku

Prvým krokom v tejto podkapitole je určenie tržného podielu podniku. Následne identifikujeme hlavných konkurentov a spravíme ich analýzu. Následne spravíme analýzu konkurenčnej sily samotného podniku. Nakoniec na základe vytvorených analýz stanovíme prognózu tržieb.

6.2.1 Stanovenie tržného podielu podniku

Tržný podiel oceňovaného podniku určíme ako pomer tržieb daného podniku v tis. EUR k tržbám relevantného trhu spoločne v Českej republike a na Slovensku. Ako tržby relevantného trhu použijem dáta z tabuľky 6, kde je už vytvorený súčet tržieb daného odvetvia pre obe krajiny. Vývoj tržného podielu oceňovaného podniku nám znázorňuje tabuľka 10.

Tab. 10: Vývoj tržného podielu podniku Cemmac, a.s. (zdroj: vlastné spracovanie)

V tis. EUR	Vývoj tržieb odvetvia spoločne v SR a v ČR	Vývoj tržieb v podniku	Tržný podiel podniku
2010	4 530 341	32 324	0,71%
2011	4 688 794	34 993	0,75%
2012	4 852 281	28 990	0,60%
2013	4 423 227	33 568	0,76%
2014	4 506 259	34 550	0,77%

Z tabuľky môžeme vidieť, že tržný podiel podniku Cemmac, a.s. je veľmi malý. Až na rok 2012, kde bol zaznamenaný rapidný pokles tržieb, môžeme skonštatovať, že podnik má miernu tendenciu rastu tržného podielu, čo je pozitívny jav pre podnik.

6.2.2 Identifikácia konkurentov

Medzi hlavných konkurentov spoločnosti Cemmac, a.s. môžeme zaradiť spoločnosti: Považská cementáreň, a. s. Ladce, Holcim (Slovensko) a.s., Českomoravský cement a.s. a CEMEX Cement, a.s.. Týchto hlavných konkurentov priblížime a zanalyzujem nižšie aj s pomocou vybraných ukazovateľov finančnej analýzy.

Spoločnosť Považská cementáreň, a. s. sídliaca v obci Ladce na Slovensku je najväčším konkurentom oceňovaného podniku. Je to dané najmä blízkou polohou spoločnosti, ktorá sa nachádza asi 35 km od Cemmac, a.s.. Podnik nevyrába iba portlandský cement, ale v posledných rokoch rozšíril svoju výrobu aj na chromatminu a iných odnoží cementu, či viacerých druhov cementu ako Cemmac, a.s.. Cementáreň v Ladcoch je najväčším producentom cementu na Slovensku, čo je dané najmä dobrou infraštruktúrou a dobrými podmienkami pre ťažbu vápenca. Kvalita vápenca je veľmi dobrá na území, kde sa nachádza cementáreň.

Cementáreň Rohožník je ďalším konkurentom nášho oceňovaného podniku. Cementáreň sa nachádza v obci Rohožník, asi 30 km od hlavného mesta SR Bratislavy. Spoločnosť, podobne ako Cemmac, a.s., je súčasťou nadnárodného holdingu. Podnik teda patrí do skupiny Holcim. Významným odlíšením výroby tejto cementárne od nášho oceňovaného pod-

niku je to, že Cementáreň Rohožník produkuje aj biely cement, ktorý je drahší, ale má o niečo lepšie vlastnosti, ako klasický šedý cement.

Ďalším konkurentom, teraz už z Českej republiky, je zoskupenie závodov s výrobou cementu, ktoré sa nazýva Českomoravský cement, a.s.. Najdôležitejší závod na výrobu cementu sa nachádza v obci Mokrý. Ďalšia cementáreň, ktorá patrí do tohto zoskupenia, je cementáreň v Radotíne. Celkové zoskupenie Českomoravský cement, a.s. patrí do nadnárodného holdingu HeidelbergCement. HeidelbergCement je silný holding a zamestnáva nad 1300 zamestnancov a má viac ako 100 prevádzkarní v Českej republike.

Pre porovnanie týchto podnikov sme vybrali ukazovatele finančnej analýzy a to: celkové tržby, rast tržieb, zisková marža, a ROE. Následne sme ich porovnali s oceňovaným podnikom. Sledovali sme obdobie 2010 až 2013, pretože pre rok 2014 nemá ešte veľa podnikov zverejnené údaje pre verejnosť. Výsledky čiastočných analýz sú v prílohe PII.

Najväčšie tržby z konkurentov má zoskupenie Českomoravský cement a.s. v rokoch 2010 a 2011. Tržby dosahovali hodnoty viac ako 125,5 milióna eur, ktoré avšak v ďalších rokoch klesajú a v roku 2013 sú na hodnote 97,1 milióna eur. Tempo rastu tržieb v sledovanom období u holdingu Českomoravský cement a.s. je záporné, až na rok 2011, kde sa hodnota pohybuje na 3 %. Potom nasleduje zoskupenie Holcim (Slovensko), a.s., ktorého tržby sú najväčšie v roku 2013 (až 125,4 milióna eur). V roku 2011 vykazoval hodnotu tržieb 110,24 milióna eur a v roku 2012 holding vykazoval hodnotu 90,9 milióna. Tempo rastu tržieb u sledovaného holdingu v roku 2012 je klesajúce, a nasledujúci rok hodnota tržieb stúpila až o 37,94 % Považská cementáreň, a.s. Ladce vykazovala počas sledovaného obdobia v priemere 48,78 milióna eur. Tempo rastu tržieb v sledovanom podniku je najvyššie v roku 2011, kde sa tržby zvýšili o necelých 9%. Podnik si odvtedy udržuje relatívne stabilnú výšku tržieb. Na poslednom mieste vo výške tržieb je náš oceňovaný podnik Cemmac, a.s., ktorý má tržby v sledovanom období v priemere 32 miliónov eur. Podnik má v rokoch 2010 – 2012 klesajúcu tendenciu tržieb. V roku 2011 je tempo rastu tržieb - 7,64% a v roku 2012 je sledovaný ukazovateľ na hodnote -10,32%. Avšak v roku 2013 podnik zaznamenáva nárast tržieb o 8,75%. Ukazovateľ ziskovej marže má najlepší opäť holding Českomoravský cement a.s.. Jej priemerná hodnota sa pohybuje okolo 24%, čo je v tomto obore nadmerne dobré. Dokazuje zhodnocovať svoje tržby najlepšie spomedzi sledovaných podnikov. Zisková marža u tohto holdingu kolísala v sledovanom období 2010 – 2013, ale aj najmenšia hodnota ziskovej marže (v roku 2011 je to 13,09%) je pre toto odvetvie veľmi dobrá hodnota. Nasleduje podnik Cemmac a.s., ktorému klesá zisková

marža od 2010 po 2012, ale v roku 2012 dosahuje hodnoty 7.18%. Priemerná zisková marža u podniku Cemmac, a.s. je 5,71%. Ďalším sledovaným podnikom je Považská cementárň, a.s. Ladce, ktorá nezhodnocuje svoje tržby až tak dobre, ako predošlá spoločnosť a holding. Jej priemerná zisková marža sa pohybuje na hodnote 1,13%, čo je ale zapríčinené ziskovou maržou v roku 2010. Hodnota sledovaného ukazovateľa v tomto roku bola na 3 %-ách, čo bolo zapríčinené najnižšími tržbami a najvyšším ziskom v celom sledovanom období. Najhoršie je na tom holding Holcim (Slovensko) a.s., ktorý v roku 2013 vykazoval stratu 23,34 milióna eur a jeho zisková marža bola -18,62%. Holding by v roku 2012, taktiež vykazoval stratu, ale vďaka tržbám z predaja cenných papierov a podielov to tak nebolo. Tieto tržby boli v hodnote 18,5 milióna eur a zisk bol 12,3 milióna eur v roku 2012. Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu nám vytvoril zhodné poradie podnikov a holdingov, ako zisková marža. Najlepšie zhodnocuje svoj vlastný kapitál holding Českomoravský cement a.s., kde priemerná rentabilita vlastného kapitálu dosahuje hodnoty 14%. Nasleduje oceňovaný podnik Cemmac, a.s. s priemernou rentabilitou 7,25% a spoločnosť Považská cementárň, a.s. Ladce s priemernou hodnotou sledovaného ukazovateľa 0,82%. Spoločnosť Holcim (Slovensko) a.s. je opäť na tom najhoršie, pretože ROE v roku 2013 dosahovalo hodnoty až -46,47 %, čo ovplyvnilo priemernú rentabilitu a dosahuje záporných hodnôt. Táto záporná rentabilita je daná záporným výsledkom hospodárenia, ale aj znížením vlastného kapitálu o 23,75 milióna eur.

Z vyššie uvedeného vyplýva, že najsilnejším konkurentom na trhu je holding Českomoravský cement a.s., ktorý dosahuje vysokých tržieb a dokonca tieto tržby aj mimoriadne efektívne zhodnocuje. I keď spoločnosť Cemmac, a.s. je v porovnaní s ostatnými najmenším podnikom, dosahuje svojím hospodárením dobrých výsledkov, niekedy dokonca aj lepších, ako jej o dosť väčší konkurenti. Jej konkurenčné schopnosť je pomerne dobrá.

6.2.3 Analýza konkurenčnej sily podniku

Analýza konkurenčnej sily podniku je znázornená v nasledujúcej tabuľke. Analyzujeme hlavné faktory, ktoré ovplyvňujú tržné podiely a táto tabuľka by mala byť hlavným východiskom pre prognózu tržieb. Ak bude konkurenčná sila podniku vyhodnotená v rozmedzí 40% až 60 %, potom firma udrží svoj podiel na trhu. Ak bude hodnotenie nižšie ako 40%, podnik bude svoju pozíciu na trhu strácať. Ak bude výsledne hodnotenie vyššie ako 60%, podnik bude svoju pozíciu na trhu zosilňovať.

Tab. 11: Analýza konkurenčnej sily podniku (zdroj: vlastné spracovanie)

	Kritérium	Váha	Bodové hodnotenie kritéria atraktivity						Váha x Body	
			negatívne		priemer			pozitívne		
			0	1	2	3	4	5		6
priame faktory	Kvalita výrobkov	3						x		15
	Sortiment druhov cementu	1		x						1
	Cenová úroveň	2				x				6
	Intenzita reklamy	1		x						1
	Výhody miesta	1			x					2
	Výhody distribúcie	2			x					4
	Image firmy	2						x		10
	Servis a služby	1						x		5
nepriame faktory	Kvalita managementu	2			x					4
	Výkonný personál	2				x				6
	Výzkum a vývoj	1			x					2
	Majetek a investície	3						x		15
	Finanční situace	1				x				3
Celkom	22								74	

Maximálny počet bodov: $22 \times 6 = 132$

Dosiahnuté hodnotenie: $74 / 132 = 56,06\%$

Oceňovaný podnik má väčšinou priemerné hodnotenia sledovaných faktorov. Najlepšie hodnotenia získal v oblastiach image firmy, servis a služby a majetok a investície. Image firmy je veľmi dobrý, pretože zákazníci, ktorých podnik má, sú spokojný a neodchádzajú ku konkurentom. Taktiež má podnik vynikajúci servis a služby, čo je dané najmä tým, že podnik sa snaží odbavovať zákazníkov čo najrýchlejšie a vyjde im v ústrety v rôznych podmienkach a záležitostiach. Výborná hodnota majetku a investícií je daná tým, že podnik investoval posledné roky do inovácií, vystavil najmodernejšiu pec v strednej Európe a taktiež postavil moderný filter na zachytávanie emisií. Najhoršie hodnotenie dostala oceňovaná spoločnosť v oblasti sortiment druhov cementu, pretože podnik nemá taký široký sortiment produktov ako jeho konkurenti, čo sa môže odzrkadľovať na celkových tržbách. Taktiež má podnik zlé hodnotenie v oblasti intenzita reklamy. Oceňovaná spoločnosť ne-

využíva žiadnu reklamu, až na pár reklám v lokalite, kde sa podnik nachádza. O ďalšej reklame ani neuvažuje.

Výsledné hodnotenie konkurenčnej sily podniku je 56,06 %. Môžeme teda predpokladať, že podnik nebude na trhu rásť no ani klesať.

6.3 Prognóza tržieb oceňovaného podniku

Prognózu tržieb podniku vyvodíme z predošlých analýz, z analýzy a prognózy trhu a z analýzy a prognózy konkurenčnej sily podniku. V kapitole prognóza vývoja trhu bola vytvorená predikcia vývoja relevantného trhu pre Slovenskú a Českú republiku spoločne. Preto aj prognóza tržieb bude pre tento spoločný trh. Z analýzy a prognózy konkurenčnej sily sme zistili, že podnik by si mal udržiavať svoj podiel na trhu, možno mierne získať. V rokoch 2015 až 2018 je naplánovaný jeho mierny nárast o 0,05 %. Odhad tempa rastu tržieb sme urobili na základe metodiky prof. Maříka (2011) a to nasledovne:

$$\text{Tempo rastu tržieb} = (\text{Index rastu trhu} \times \text{Index rastu tržného podielu}) - 1 \quad (18)$$

Nasledujúca tabuľka znázorňuje historický vývoj a ročné tempa rastu tržieb od roku 2007 a taktiež znázorňuje predpoveď tržieb pre roky 2015 až 2018, ktorá bola vytvorená na základe vyššie uvedeného postupu.

Tab. 12: Prognóza tržieb (zdroj: vlastné spracovanie)

	Roky	Relevantný trh (SR a ČR)		Spoločnosť Cemmac, a.s.		
		Tržby (v tis. EUR)	Tempo rastu trhu	Tržný podiel	Tempo rastu tržieb	Tržby (v tis. Eur)
skutečnosť	2007	6 284 180	x	0,64%	x	40 469
	2008	6 042 793	-3,84%	0,83%	23,46%	49 962
	2009	4 695 536	-22,30%	0,86%	-19,15%	40 393
	2010	4 530 341	-3,52%	0,71%	-19,98%	32 324
	2011	4 688 794	3,50%	0,75%	8,26%	34 993
	2012	4 852 281	3,49%	0,60%	-17,15%	28 990
	2013	4 423 227	-8,84%	0,76%	15,79%	33 568
	2014	4 506 259	1,88%	0,77%	2,93%	34 550
predikcia	2015	4 679 289	3,84%	0,78%	5,64%	36 498
	2016	4 719 798	0,87%	0,79%	2,16%	37 286
	2017	4 758 940	0,83%	0,80%	2,11%	38 072
	2018	4 760 635	0,04%	0,81%	1,29%	38 561

Tržby oceňovaného podniku v rokoch 2007 a 2008 boli v účtovných výkazoch ešte v slovenských korunách. Pre konverziu kurzu SKK/EUR sme použili archívne dáta z webových portálov ECB vždy ku 31. 12 sledovaného roku (2007: 33,583; 2008: 30,445).

Priemerné tempo tržieb oceňovaného podniku v rokoch 2007 až 2014 je $-0,73\%$. V tomto období je priemerné tempo rastu tržieb odvetvia $-2,8\%$. Je to dané najmä vypuknutím finančnej krízy v roku 2008. Podniky, ktoré vyrábali stavebné hmoty, zaznamenali prepád, pretože stavebníctvu sa v období ekonomickej recesie vôbec nedarí. Za posledné roky sa ale situácia zlepšuje, preto je prognóza rastu tržieb v odvetví i v oceňovanej spoločnosti pozitívna. Priemerný tempo rastu tržieb v odvetví v rokoch 2015 až 2018 je $1,3\%$. Pre oceňovaný podnik predpovedáme priemerné tempo rastu $2,8\%$. Je to z toho dôvodu, že podniku sa dokáže s kritickými situáciami lepšie vyrovnáť, čo je vidieť na priemernom tempe rastu z rokov 2007 – 2014.

7 FINANČNÁ ANALÝZA

V tejto kapitole zanalyzujeme finančné zdravie podniku Cemmac, a.s.. Informácie k finančnej analýze budeme čerpať z účtovných výkazov, zo súvahy a výkazu zisku a strát, pre roky 2010 až 2014. Výkazy sú uvedené v prílohe práce P III a P IV na konci diplomovej práce. Doplnujúce informácie k analýze budeme čerpať z interných zdrojov oceňovanej spoločnosti.

7.1 Analýza absolútnych a tokových ukazovateľov

Táto kapitola sa bude zaoberať analýzou majetkovej a finančnej štruktúry podniku a analýzou nákladov, výnosov, zisku a cash flow. Pri tejto analýze využijeme nástroj analýzy trendov a percentuálny rozbor jednotlivých položiek súvahy a výsledovky. Jedná sa o horizontálnu a vertikálnu analýzu. Tabuľky s výpočtami sú uvedené prílohách P V, PVI a P VII na konci diplomovej práce.

7.1.1 Analýze majetkovej a finančnej štruktúry

Bilančná suma majetku oceňovaného podniku Cemmac, a.s. má v sledovanom období kolísavý trend. Z roku 2010 na rok 2011 stúpa o 2 %, v rokoch 2012 a 2013 klesá v priemere o 6,3 % a v roku 2014 opäť stúpa. Podiel dlhodobého majetku a obežných aktív na celkovej majetkovej štruktúre je v sledovanom období 2010 – 2014 vyrovnaný. V rokoch 2010 až 2013 tvorí väčšiu časť majetku dlhodobý majetok a v roku 2014 zas mierne prevyšuje obežný majetok. Dlhodobý majetok je tvorený prevažne dlhodobým hmotným majetkom, ktorý tvorí v priemere 53 % podiel na celkových aktívach. Tento majetok je tvorený najmä stavbami, strojmi a inými hnuiteľnými vecami, potrebnými pre výrobu cementu. Dlhodobý nehmotný majetok tvorí v priemere iba 1,2 %, ktorý je tvorený softwarom a ostatným dlhodobým majetkom. Dlhodobý majetok v sledovanom období stále klesá a od roku 2010 po rok 2014 klesol o 21,75 %, Tento pokles majú na svedomí najmä odpisy stávajúceho majetku.

Obežné aktíva majú kolísavý vývoj v sledovanom období, ale celkovo od roku 2010 po rok 2014 stúpili o 12 %. Najväčšiu časť obežného majetku tvoria zásoby a z nich najmä materiál potrebný pre výrobu cementu. Kolísavý trend obežných aktív je spôsobený najmä krátkodobým finančným majetkom. Krátkodobý finančný majetok stúpol od roku 2010 po rok 2014 o 57 %, a má to na svedomí najmä rok 2014, kde stúpila hodnota na účtoch v bankách o 119% a podnik taktiež navýšil krátkodobé cenné papiere a podiely o 316% , čo bolo za-

príčinené navýšením emisných kvót. Čo sa týka pohľadávok, tak oceňovaná spoločnosť eviduje minimum dlhodobých pohľadávok, ktoré majú podiel na celkovom majetku v priemere iba 0,35 %. Podiel krátkodobých pohľadávok na celkovom majetku je v priemere 9,9 % a hlavnou časťou týchto pohľadávok sú pohľadávky z obchodných vzťahov. V sledovanom období nezaznamenávame výraznejšie zmeny v tejto položke majetku.

Finančná štruktúra podniku je zväčša tvorená z vlastného kapitálu. Podiel vlastného kapitálu na celkových pasívach je v priemere 63,8 %. Spoločnosť tak dáva prednosť konzervatívnejšiemu typu financovania. Vlastný kapitál sa v sledovanom období výrazne nemení. Zmeny vo vlastnom kapitále sú zapríčinené najmä zmenou výsledku hospodárenia minulých období a bežného obdobia. Vývoj cudzích zdrojov má kolísavý trend. Najväčší nárast je v roku 2011 a to o 16,4% a najväčší pokles je v roku 2013 a to o 13,62 %. Najväčší podiel v cudzích zdrojoch majú krátkodobé bankové úvery v priemere 16 %. Jedná sa o revolvingový úver. V rokoch 2010 a 2011 tvorili veľkú časť cudzích zdrojov aj rezervy, keď spoločnosť vytvárala vysokú hodnotu rezerv na vypustené emisie do ovzdušia. V roku 2012 sa už hodnota týchto rezerv znížila o 47,22% a ďalšie roky sa neustále znižuje. Výraznejšiu zmenu môžeme vidieť v bankových úveroch a výpomociach v roku 2013, keď podnik už nečerpal revolvingový úver 7 miliónov eur ako v roku 2012, ale 5,5 milióna eur. Položka krátkodobých bankových úverov sa tak znížila o 21,43 %.

7.1.2 Analýza výnosov a nákladov

Keď sa pozrieme na štruktúru výnosov, na prvý pohľad vidíme, že sa jedná o podnik výrobného charakteru. Výnosy podniku sú tvorené najmä tržbami za predaj vlastných výrobkov a služieb. Podnik vytvára tržby za predaj tovaru až v posledných dvoch sledovaných rokoch. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb majú v sledovaných rokoch priemerne 86,56 % podiel na celkových výnosoch a ich vývoj má kolísavý trend, ale nejedná sa o podstatné zmeny v tejto sledovanej položke výkazu ziskov a strát. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb klesli z roku 2010 na rok 2014 o 12,6 %. Podstatnú časť, v priemere 9,4 percentný podiel na výnosoch, tvoria ostatné prevádzkové výnosy. Z roku 2011 na rok 2012, ale tieto výnosy výrazne klesli o 33,4 % a klesajú aj v ďalších sledovaných rokoch. V roku 2010 oceňovaný podnik vykazoval primerane vysoké tržby z predaja cenných papierov. Ich podiel dosahoval 6,95%, ale v ďalších rokoch buď nevykazoval tieto tržby alebo boli zanedbateľne malé.

Ako sme už identifikovali podľa výnosov, že sa jedná o charakter výrobného podniku, tak podobne to vidíme aj v nákladoch, kde najväčšiu časť tvorí výkonová spotreba, ktorá má podiel na celkových nákladoch v priemere 62,3 %. Výkonová spotreba od roku 2010 po rok 2012 klesá v priemere za rok o 6,5%. V ďalších rokoch sa udržuje táto položka na rovnakej hodnote, výkyvy trendu vývoja týchto nákladov sa pohybujú v rozmedzí dvoch percent. Podstatnú časť, teda v priemere 13,5 % podiel na celkových nákladoch, tvoria osobné náklady. Osobné náklady klesajú v celom sledovanom období až na rok 2012, kedy tieto náklady stúpili o 5,9 %. Celkovo klesli osobné náklady za celé sledované obdobie o 29,3 %. Podnik sa snaží znižovať počet svojich zamestnancov tak, že po odchode zamestnanca do dôchodku, nenaberá náhradu na voľnú pozíciu. Prácu a kompetencie voľnej pozície rozdelí medzi iných zamestnancov. Odpisy tvoria v priemere 8,1 % podiel na celkových nákladoch. Ostané prevádzkové náklady tvoria v priemere 9,4 % podiel na celkových nákladoch. V celom sledovanom období tieto náklady klesli o 56,1 %. Ostatné náklady majú na celkových nákladoch minimálny podiel.

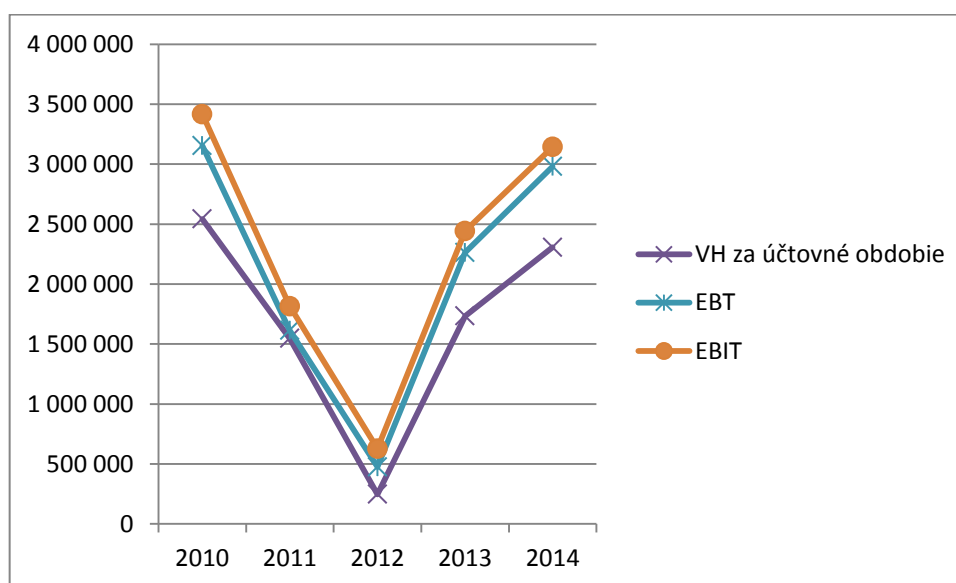
7.1.3 Analýza výsledku hospodárenia

Vývoj výsledku hospodárenia a jeho jednotlivých častí je znázornený v tabuľke 13 a na obrázku 4 je tento vývoj graficky znázornený. Z tabuľky aj grafu vidíme, že hospodársky výsledok za účtovné obdobie výrazne klesá od roku 2010 po rok 2012. Tento pokles je zapríčinený najmä každoročným znížením obratu v priemere o 3 milióny eur. Od roku 2012 naopak výsledok hospodárenia výrazne stúpa až po rok 2014. Nárast výsledku hospodárenia v roku 2013 je taktiež zapríčinený najmä zvýšením hodnoty obratu. V roku 2014 sa obrat znížil oproti roku 2013, ale podniku aj tak narástol výsledok hospodárenia. Príčinou tohto nárastu je výrazné zníženie osobných nákladov. Prirodzene sa znížil počet zamestnancov. Finančný výsledok hospodárenia má podobný trend ako výsledok hospodárenia a účtovné obdobie. Finančný výsledok hospodárenia je v celom sledovanom období záporný, až na rok 2010, kde podnik vykazuje minimálny zisk 44 823 eur v tejto čiastkovej položke výsledku hospodárenia. Strata vo finančnom výsledku hospodárenia je spôsobená nákladovými úrokmi z revolvingového úveru a v roku 2012 podnik vykazoval vyššie náklady z predaných cenných papierov ako tržby. V roku 2010 boli naopak vyššie tieto tržby z predaných cenných papierov ako náklady, preto sa podnik dostal do kladného finančného výsledku hospodárenia. Podnik nevykazuje mimoriadny výsledok hospodárenia v celom sledovanom období 2010 až 2014. Z obrázku 4 a tabuľky 12 môžeme vidieť, že vývoj EBT

a EBIT je v podstate rovnaký. Nákladové úroky si udrzujú relatívne konštantný podiel na celkových nákladoch.

Tab. 13: Vývoj výsledku hospodárenia (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2010	2011	2012	2013	2014
Prevádzkový VH	3 108 426	1 855 495	926 197	2 508 195	3 178 725
Finančný VH	44 823	-241 567	-451 113	-245 003	-198 518
Mimoriadny VH	0	0	0	0	0
VH za účtovné obdobie	2 542 082	1 546 533	247 327	1 733 649	2 306 185
EBT	3 153 249	1 613 928	475 084	2 263 192	2 980 207
EBIT	3 416 823	1 814 519	626 696	2 441 426	3 143 217



Obr. 4: Vývoj výsledku hospodárenia za účtovné obdobie, EBT a EBIT
(zdroj: vlastné spracovanie)

7.1.4 Analýza cash flow

Vývoj cash flow a jeho rozdelenie na peňažné toky z prevádzkovej, investičnej a finančnej činnosti vidíme v tabuľke 14. V celom sledovanom období, v rokoch 2010 až 2014, má podnik vyššie príjmy z prevádzkovej činnosti ako výdaje. Peňažný tok z prevádzkovej činnosti v roku 2011 klesol a to z dôvodu, že podnik vyplácal vysokú hodnotu dividend oproti ostatným sledovaným rokom a taktiež sa podniku navýšili pohľadávky, čo malo negatívny vplyv na peňažné toky z prevádzkovej činnosti. Podnik v rokoch 2012 až 2014 zvyšuje hodnotu prevádzkového cash flow. Peňažný tok z investičnej činnosti je vo všetkých rokoch záporný, čo znamená, že podnik pravidelne investuje do dlhodobého hmotného majetku. Peňažné toky z finančnej činnosti sa vyvíjajú nepravidelne. V roku 2010 je peňažný tok z finančnej činnosti výrazne záporný. Podnik splácal úver, ktorý si požičal od finanč-

ných inštitúcií. Podobne je to aj v roku 2013, kedy podnik taktiež splácal úver a hodnota peňažných tokov z finančnej činnosti je výrazne záporná. Keď zhrnieme celkový vývoj cash flow, tak podniku sa darí zvyšovať hodnotu peňažných tokov od roku 2011 najmä u prevádzkovej činnosti, čo sa odráža aj na nárastu celkového cash flow, pretože sa jedná o charakter výrobného podniku.

Tab. 14: Vývoj cash flow (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2010	2011	2012	2013	2014
Stav PP na počiatku obdobia	1 249 961	1 077 631	1 018 969	1 557 759	2 849 931
<i>Peňažný tok z prevádzkovej činnosti</i>	4 130 211	1 533 455	2 015 570	4 101 703	4 769 671
<i>Peňažný tok z investičnej činnosti</i>	-1 298 014	-1 561 749	-1 479 161	-879 997	-1 379 585
<i>Peňažný tok z finančnej činnosti</i>	-3 004 527	-30 368	2 381	-1 929 534	-17 310
Stav PP na konci obdobia	1 077 631	1 018 969	1 557 759	2 849 931	6 222 707

7.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Táto kapitola sa bude zaoberať analýzou pomerových ukazovateľov a porovnáme ich s odvetvím, v ktorom spoločnosť Cemmac, a.s. pôsobí. Medzi najdôležitejšie pomerové ukazovatele patria ukazovatele rentability, likvidity, zadlženosti a aktivity. Vychádzať budeme z účtovných výkazov oceňovaného podniku.

7.2.1 Analýza rentability

Rentabilita je meradlom schopnosti dosahovať zisku použitím investovaného kapitálu, resp. sa jedná o výnosnosť vloženého kapitálu.

$$\text{Rentabilita tržieb (ROS)} = \frac{\text{Zisk}}{\text{Tržby}} \quad (19)$$

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu (ROA)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Aktíva}} \quad (20)$$

$$\text{Rentabilita vlastného kapitálu (ROE)} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastný kapitál}} \quad (21)$$

Tabuľka 15 nám znázorňuje hodnoty rentability v oceňovanej spoločnosti a v odvetví.

Tab. 15: Ukazovatele rentability spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj: vlastné spracovanie)

v (%)	2010	2011	2012	2013	2014
ROS	7,33%	4,86%	0,85%	5,45%	7,00%
<i>ROS odvetvie</i>	9,21%	7,90%	6,58%	6,09%	8,64%
ROE	9,30%	6,09%	1,00%	7,02%	9,01%
<i>ROE odvetvie</i>	9,91%	8,92%	8,19%	7,32%	10,80%
ROA	8,17%	4,25%	1,57%	6,51%	8,13%
<i>ROA odvetvie</i>	7,80%	8,04%	6,01%	5,56%	8,48%

Vidíme, že podnik je síce v sledovanom období 2010 – 2014 ziskový, ale vývoj rentability aktív, tržieb i vlastného kapitálu odvetvia je stabilnejší ako vývoj ukazovateľov rentability v spoločnosti. Ukazovatele rentability do roku 2012 klesajú a podobne je to aj u odvetvia. Tento pokles rentability je zapríčinený znižovaním počtu zákaziek. Pokles tržieb v sledovanom období bol väčší ako pokles nákladov, čo sa prejavilo najmä na hospodárskom výsledku, ktorý je základom pre výpočet rentability. Môžeme vidieť, že aj v odvetví klesajú ukazovatele rentability, ale nie je to taký podstatný pokles ako u našej oceňovanej spoločnosti. Najväčší nárast ukazovateľov rentability sme zaznamenali v roku 2013. Príčinou tohto nárastu je navýšenie tržieb na hodnoty z pred dvoch rokov a získanie podobného objemu zákaziek. Ukazovatele rentability tržieb a rentability vlastného kapitálu sú v rokoch 2010 až 2014 lepšie v odvetví ako v oceňovanej spoločnosti. Ekonomické vplyvy, ako recesia v stavebníctve v rokoch 2011 a 2012, majú výraznejší vplyv na oceňovanú spoločnosť ako na odvetvie. Najbližšie k hodnotám odvetvia sa dostáva podnik v ukazovateli ROA, dokonca v rokoch 2010 a 2013, dokáže zhodnocovať lepšie svoj majetok ako odvetvie. Z tabuľky 15 vidíme, že podnik sa v roku 2014 pomaly dostal na úroveň ukazovateľov rentability z roku 2010, čo je pozitívnym hodnotením pre spoločnosť a pre jej výhľad do budúcnosti.

7.2.2 Analýza likvidity

Likvidita je schopnosť podniku hrať svoje záväzky.

$$\text{Bežná likvidita (L3)} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}} \quad (22)$$

$$\text{Pohotová likvidita (L2)} = \frac{\text{Krátkodobé pohľadávky} + \text{krátkodobý finančný majetok}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}} \quad (23)$$

$$\text{Hotovostná likvidita (L1)} = \frac{\text{Krátkodobý finančný majetok}}{\text{Krátkodobé cudzie zdroje}} \quad (24)$$

Odporúčané hodnoty pre hotovostnú likviditu sú v rozmedzí 0,2 až 0,5; pre pohotovú likviditu je to rozmedzie 1-1,5 a pre bežnú likviditu je to škála 1,5 až 2,5. Tabuľka 16 znázorňuje vývoj ukazovateľov likvidity v oceňovanom podniku a v odvetví.

Tab. 16: Ukazovatele likvidity spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj: vlastné spracovanie)

	2010	2011	2012	2013	2014
bežná likvidita	1,95	1,85	1,66	1,90	2,01
<i>bežná likvidita v odvetví</i>	<i>2,11</i>	<i>2,25</i>	<i>1,91</i>	<i>2,45</i>	<i>2,02</i>
pohotová likvidita	0,97	0,97	0,81	0,92	1,22
<i>pohotová likvidita v odvetví</i>	<i>1,57</i>	<i>1,65</i>	<i>1,39</i>	<i>1,99</i>	<i>1,45</i>
hotovostná likvidita	0,56	0,58	0,42	0,51	0,81
<i>hotovostná likvidita v odvetví</i>	<i>0,48</i>	<i>0,43</i>	<i>0,36</i>	<i>0,48</i>	<i>0,45</i>

Na prvý pohľad vidíme, že podnik dosahuje v ukazovateľoch bežnej likvidity odporúčaných hodnôt vo všetkých sledovaných rokoch. V porovnaní s odvetvím, má oceňovaná spoločnosť nižšie hodnoty. Hodnoty bežnej likvidity do roku 2012 klesajú. V roku 2011 je príčinou tohto poklesu navýšenie krátkodobých záväzkov, podnik sa snažil oddaľovať svoje platby dodávateľom, a v roku 2012 je príčinou zníženie emisných kvót, ktoré patria do krátkodobého finančného majetku, oproti minulým rokom. V ďalších rokoch podnik zvyšuje hodnotu bežnej likvidity a to zásluhou zníženia objemu revolvingového úveru o 1,5 milióna eur a v roku 2014 podnik dokonca navýšil svoj bežný účet o 3,2 milióna eur. Ukazovatele pohotovej likvidity sú pod priemerom v odvetví a nedosahujú optimálnych hodnôt, až na rok 2014, vďaka spomínanému navýšeniu bežného účtu a zníženia objemu revolvingového úveru. Ukazovatele hotovostnej likvidity sú nad priemerom v odvetví vo všetkých sledovaných rokoch a preyšujú optimálne hodnoty, až na rok 2012 a to z spomínaného dôvodu, že podnik znížil hodnotu emisných kvót. Spoločnosť sa vo všetkých ukazovateľoch likvidity a sledovaných rokoch približuje k odporúčaným hodnotám ale v roku 2014 je hotovostná likvidita naozaj vysoká. Podnik by mal premýšľať nad zmenou financovania svojej hospodárskej činnosti. Tým myslím, že podnik by mal uvažovať nad znížením objemu revolvingového úveru a financovať výrobu viac z bežného účtu alebo investovať prebytočné finančné prostriedky do iných zdrojov.

7.2.3 Analýza aktivity

Ukazovatele aktivity merajú schopnosť podniku využívať vložené prostriedky.

$$\text{Obrat aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Aktíva}} \quad (25)$$

$$\text{Doba obratu pohľadávok} = \left(\frac{\text{Priemerný stav pohľadávok}}{\text{Tržby}} \right) * 360 \quad (26)$$

$$\text{Doba obratu zásob} = \left(\frac{\text{Priemerný stav zásob}}{\text{Tržby}} \right) * 360 \quad (27)$$

$$\text{Doba obratu záväzkov} = \left(\frac{\text{Krátkodobé záväzky}}{\text{Tržby}} \right) * 360 \quad (28)$$

V tabuľke nižšie vidíme vývoj ukazovateľov aktivity spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia.

Tab. 17: Ukazovatele aktivity spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj. :vlastné spracovanie)

	2010	2011	2012	2013	2014
Obrat aktív	0,83	0,75	0,73	0,85	0,85
<i>Obrat aktív v odvetví</i>	<i>0,72</i>	<i>0,74</i>	<i>0,74</i>	<i>0,73</i>	<i>0,80</i>
Doba obratu zásob	90,18	106,35	112,13	101,27	82,74
<i>Doba obratu zásob v odvetví</i>	<i>52,20</i>	<i>54,21</i>	<i>52,40</i>	<i>54,91</i>	<i>54,49</i>
Doba obratu pohľadávok	38,81	46,72	52,22	41,96	43,54
<i>Doba obratu pohľadávok v odvetví</i>	<i>105,91</i>	<i>112,49</i>	<i>101,68</i>	<i>109,48</i>	<i>95,03</i>
Doba obratu záväzkov	20,39	42,15	46,85	41,67	46,31
<i>Doba obratu záväzkov v odvetví</i>	<i>76,21</i>	<i>73,61</i>	<i>80,83</i>	<i>82,74</i>	<i>79,39</i>

U hodnoty obratu aktív platí, že čím väčšia hodnota ukazovateľa, tým lepšie pre podnik. Minimálna odporúčaná hodnota tohto ukazovateľa je 1, ale záleží aj na odvetví, do ktorého podnik patrí. Hodnoty obratu aktív sú vo všetkých sledovaných rokoch nižšie ako 1, ale oproti odvetviu, sa podniku vedie pomerne dobre. Podnik má iba v roku 2012 nižšiu hodnotu obratu aktív ako v odvetví a to z dôvodu zníženia celkových tržieb v danom roku. Ukazovateľ obratu aktív sa po rok 2012 znižuje, ale v rokoch 2013 a 2014 dosahuje pomerne dobrých hodnôt. Dôvodom tohto nárastu v roku je hlavne nárast celkových tržieb v rokoch 2013 a 2014 oproti roku 2012. Ukazovateľ doby obratu zásob nie je silnou stránkou podniku. V tabuľke 17 vidíme, že ukazovateľ je vo všetkých sledovaných rokoch horší ako ukazovateľ odvetvia. Podnik sa snaží viac spotrebovať svoje zásoby a najmä materiál. Vysoká doba obratu zásob v celom sledovanom období je zapríčinená finančnou krízou v roku 2008. Podnik začiatkom finančnej krízy nevyrábal, preto mu zostával majetok a znižovali sa mu tržby. Spoločnosť má od vtedy vysokú dobu obratu zásob a nedarí sa jej znížiť hodnota držaných zásob. Podnik má aj vysoké zásoby náhradných dielov, pretože má vlastné údržbové stredisko. V roku 2014 sa doba obratu zásob znižuje a to vďaka zníženiu zásob o 15 %. Podniku sa tak uvoľňuje množstvo finančných prostriedkov, ktoré boli v nich viazané. V ukazovateľoch doby obratu pohľadávok a doby obratu záväzkov je podnik na tom oveľa lepšie ako odvetvie. Doby sú v priemere dvakrát nižšie v oboch ukaza-

teľoch ako v odvetví. Oceňovaná spoločnosť rýchlejšie spláca svoje záväzky a taktiež rýchlejšie získava svoje platby od odberateľov ako v odvetví. V tabuľke môžeme vidieť, že podnik sa snaží aby doba obratu pohľadávok bola približne taká veľká ako doba obratu záväzkov. V roku 2014 dokonca podnik získava svoje platby od odberateľov rýchlejšie ako sama spláca záväzky, čo je pre podnik pozitívnym javom. O odvetví toto povedať nemôžeme, pretože doba obratu záväzkov je vždy väčšia ako doba obratu pohľadávok v celom sledovanom období.

7.2.4 Analýza zadlženosti

Ukazovatele zadlženosti slúžia ako indikátory rizika, ktoré podnik nesie pri danom pomere cudzích a vlastných zdrojov.

$$\text{Celková zadlženosť} = \frac{\text{Cudzíe zdroje}}{\text{Aktíva}} \quad (29)$$

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Nákladové úroky}} \quad (30)$$

$$\text{Krytie dlhodobého majetku VK} = \frac{\text{Vlastný kapitál}}{\text{Dlhodobý majetok}} \quad (31)$$

$$\text{Krytie DM dlhodobými zdrojmi} = \frac{\text{Vlastný kapitál} + \text{Dlhodobé cudzie zdroje}}{\text{Dlhodobý majetok}} \quad (32)$$

Tab. 18: Ukazovatele zadlženosti spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj: vlastné spracovanie)

	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadlženosť	34,67%	39,51%	36,94%	33,86%	33,73%
<i>Celková zadlženosť v odvetví</i>	<i>33,84%</i>	<i>33,53%</i>	<i>39,14%</i>	<i>38,47%</i>	<i>38,23%</i>
Úrokové krytie	12,96	9,05	4,13	13,70	19,28
<i>Úrokové krytie v odvetví</i>	<i>22,95</i>	<i>16,61</i>	<i>56,60</i>	<i>83,63</i>	<i>58,79</i>
Krytie dlhodobého majetku vlastným kapitálom	1,16	1,14	1,15	1,25	1,37
<i>Krytie dlhodobého majetku vlastným kapitálom v odvetví</i>	<i>1,10</i>	<i>1,16</i>	<i>1,01</i>	<i>1,06</i>	<i>1,05</i>
Krytie dlhodobého majetku dlhodobými zdrojmi	1,40	1,42	1,34	1,43	1,55
<i>Krytie dlhodobého majetku dlhodobými zdrojmi v odvetví</i>	<i>1,35</i>	<i>1,41</i>	<i>1,32</i>	<i>1,37</i>	<i>1,36</i>

Ako môžeme vidieť v tabuľke 18, tak celková zadlženosť je v odporúčaných hodnotách v celom sledovanom období, teda nachádza sa medzi hodnotami 30% až 60%. Celková zadlženosť rastie v roku 2011, pretože vzrástli najmä krátkodobé záväzky z obchodných

vzt'ahov. Ďalšie roky sa už ukazovateľ znižuje a to vďaka znižovaniu rezerv na vypúšťanie emisií CO₂ do ovzdušia. Podnik zistil, že veľkosť rezerv v rokoch 2010 a 2011 je zbytočne veľká, tak v ďalších rokoch začal vytvárať nižšiu hodnotu týchto špecifických rezerv. Ukazovateľ sa v sledovanom období približuje k odvetví. V rokoch 2010 a 2011 je celková zadlženosť vyššia ako v odvetví. V ostatných rokoch je zadlženosť oceňovaného podniku nižšia ako v odvetví. Z celkovej zadlženosti vidíme, že sa podnik snaží využívať najmä vlastných zdrojov, dokonca sa snaží od roku 2011 neustále znižovať pomer cudzích zdrojov na celkových aktívach. Podnik financuje časť svojich obežných aktív vlastnými zdrojmi, čo znamená, že spoločnosť sa prikláňa ku konzervatívnej stratégii financovania. Ukazovateľ úrokového krytia určuje schopnosť podniku splácať úroky. Odborná literatúra uvádza väčšinou odporúčané hodnoty tohto ukazovateľa vyššie ako 5. Podniku sa iba v roku 2012 nedarí dosahovať odporúčaných hodnôt a to vďaka zníženiu EBIT oproti predošlým rokom. Inak sa podnik nachádza v celom sledovanom období v odporúčaných hodnotách. Najvyššiu hodnotu dosahuje v roku 2014 a to 19,28. V porovnaní s odvetvím je ale úrokové krytie nižšie vo všetkých sledovaných rokoch. Ukazovatele krytia dlhodobého majetku, či už vlastným kapitálom alebo dlhodobými zdrojmi, majú podobný vývoj. Podnik sa snaží dávať prednosť finančnej stabilite pred výnosom. Oba ukazovatele krytia dlhodobého majetku sú vyššie ako v odvetví a od roku 2012 značne stúpajú. Tieto ukazovatele nám potvrdzujú, že podnik je prekapitalizovaný a využíva konzervatívnu stratégiu financovania.

7.3 Analýza súhrnných ukazovateľov

Analýzu súhrnných ukazovateľov urobíme pomocou súhrnných modelov a to za pomoci bankrotových modelov. Použijeme Altmanovo Z-skóre a Index IN05. Bankrotové modely určujú, či podniku hrozia v blízkej budúcnosti finančné problémy.

7.3.1 Altmanov model (Z-skóre)

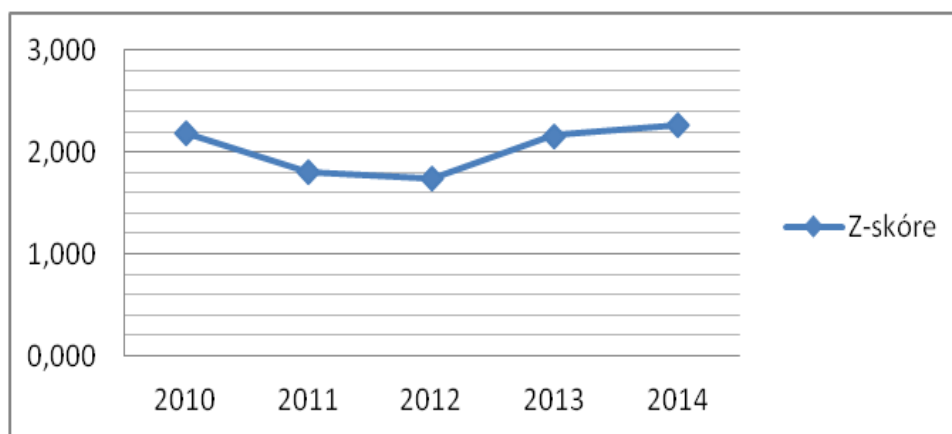
Tento model hodnotí spoločnosti, ktoré sú umiestnené na finančných trhoch.

Podmienky pre hodnotenie podniku sú:

- Ak nám vyjde hodnota vyššia ako 2,99 situácia podniku je zdravá
- Ak sa hodnota nachádza medzi hodnotami 1,81 a 2,99, situácia je indiferentná a podnik sa nachádza v šedej zóne
- Ak je hodnota nižšia ako 1,81 podnik nie je zdravý

Tab. 19: Výpočet Altmanovho Z-skóre (zdroj: vlastné spracovanie)

Altmanovo Z-skóre	2010	2011	2012	2013	2014
0,717 x ČPK/A	0,266	0,271	0,255	0,263	0,285
0,847 x ČZ/A	0,051	0,031	0,005	0,039	0,051
3,107 x EBIT/A	0,254	0,132	0,049	0,202	0,253
0,42 x VK/Cudzie zdroje	0,791	0,632	0,705	0,816	0,825
0,998 x T/A	0,828	0,744	0,726	0,847	0,850
Z-skóre	2,191	1,810	1,740	2,167	2,263



Obr. 5: Výsledky Z-skóre pre roky 2010 až 2014 (zdroj: vlastné spracovanie)

Z tabuľky 19 a obrázku 5 môžeme vidieť, že podnik sa nachádza vo vyhradenej finančnej situácii až na rok 2012, kedy mal podnik silné finančné a to hlavne kvôli nízkymi tržbám, z čoho vyplýval aj nízky zisk. V podniku sa ale v ďalších rokoch postupne zlepšuje finančná situácia, čo môžeme vidieť na grafe, ktorý je na obrázku 5. Tento rast hodnoty je zapríčinený najmä zvyšovaním tržieb a znižovaných cudzích zdrojov, konkrétne rezerv na vypúšťanie emisií CO₂ do ovzdušia.

7.3.2 Index IN05

Ak je hodnota indexu väčšia ako 1,6, tak podnik tvorí hodnotu. Hodnota medzi 0,9 a 1,6 značí, že sa spoločnosť nachádza v tzv. „šedej zóne“ a hodnota pod 0,9 indikuje, že podnik netvorí hodnotu a má zlú finančnú situáciu.

Tab. 20: Výpočet indexu IN05 (zdroj: vlastné spracovanie)

Index IN05	2010	2011	2012	2013	2014
0,13 x A/CZ	0,375	0,329	0,352	0,384	0,385
0,04 x EBIT/NÚ	0,519	0,362	0,165	0,548	0,771
3,97 x EBIT/A	0,324	0,169	0,063	0,258	0,323
0,21 x V/A	0,223	0,186	0,178	0,188	0,188
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,175	0,167	0,150	0,171	0,181
Index IN05	1,616	1,213	0,907	1,549	1,849

Z tabuľky 20 vidíme, že podnik vytvára hodnotu iba v rokoch 2010 a 2014. V ostatných rokoch sa podnik nachádza v šedej zóne. Najnižšiu hodnotu indexu IN05 mal podnik v spomínanom kritickom roku 2012. Odvtedy sa ale v podniku rapídne zlepšuje finančná situácia až nakoniec podnik v roku 2014 znova začal vytvárať hodnotu.

7.4 Posúdenie finančného zdravia podniku

S použitím analýzy absolútnych, tokových a pomerových ukazovateľov sme zistili, že podnik mal v rokoch 2012 a z časti 2011 kritické obdobie. Toto kritické obdobie bolo spôsobené najmä znížením celkových tržieb. Podnik v roku 2012 spravil organizačné zmeny v podniku a následne sa finančná situácia zlepšila. Podnik zmenil niektoré prístupy ako zníženie držaných zásob, výška revolvingového úveru, získavanie nových zákazníkov a iné. Zlepšenie finančnej situácie v rokoch 2013 a 2014 vidíme aj v súhrnných ukazovateľoch Index In05 a Altmanovo Z-skóre. Podnik sa teda od roku 2012 nachádza v dobrej finančnej situácii.

Vykonaná analýza nám potvrdzuje, že podnik si bude držať svojich zákazníkov a podiel na trhu. Taktiež nám táto analýza potvrdzuje závery strategickej analýzy o perspektívnosti podniku. Spoločnosť teda splňuje dôležitú podmienku predpokladu dlhodobej existencie podniku pre použitie výnosových metód oceňovania.

8 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO NEPOTREBNÉ A PREVÁDZKOVO POTREBNÉ

Spoločnosť Cemmac a.s. má prevádzkovo nepotrebný majetok iba vo forme krátkodobého finančného majetku. Predovšetkým ide najmä o prebytočné množstvo krátkodobého finančného majetku. Ďalším nepotrebným prevádzkovým majetkom by mohol byť dlhodobý finančný majetok, ten ale spoločnosť neeviduje. Ostatné prevádzkovo nepotrebné aktíva ako nevyužívané nehnuteľnosti, nedobytné pohľadávky alebo nepotrebné zásoby spoločnosť nemá.

8.1 Vymedzenie prevádzkovo nepotrebných aktív

Spoločnosť má prevádzkovo nepotrebné aktíva iba vo forme nadbytočného krátkodobého finančného majetku, čo sme už spomínali v úvode tejto kapitoly. Množstvo peňažných prostriedkov na bankových účtoch je vyššie, ako je k prevádzke podniku nutné. Po porade s vedením spoločnosti som určil potrebnú výšku pomerovej likvidity, ktorá je počítaná ako krátkodobý finančný majetok/krátkodobé záväzky. Prevádzkovo potrebné množstvo krátkodobého finančného majetku by malo byť na úrovni 60% krátkodobých záväzkov, pretože sa spoločnosť riadi konzervatívnym prístupom financovania. Výpočet prevádzkovo nutného majetku znázorňuje tabuľka 21.

Tab. 21: Prevádzkovo nutný finančný majetok pre roky 2010 - 2012 (zdroj: vlastné spracovanie)

	2010	2011	2012	2013	2014
Krátkodobý fin. majetok/ Krátkodobé záväzky	2,54	1,68	1,20	1,28	1,86
Prevádzkovo nutná likvidita (max. 0,60)	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Krátkodobé záväzky	1 965 470	3 727 320	3 766 692	3 683 637	4 235 953
Krátkodobý fin. majetok v rozvahe	4 990 061	6 243 534	4 535 400	4 703 775	7 862 326
Krátkodobý fin. majetok prevádzkovo nutný	1 179 282	2 236 392	2 260 015	2 210 182	2 541 572

8.2 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál

Ďalším krokom je vymedzenie prevádzkovo nutného kapitálu, ktorý predstavuje kapitál investovaný do prevádzkovo potrebných. Výpočet tohto kapitálu vychádza z rozvahy a bilančnú sumu som upravil tak, že z aktív som vyradil prebytočné peňažné prostriedky a obežné aktíva som znížil o záväzky, u ktorých nie sme schopný explicitne určiť náklady, čiže o krátkodobé záväzky. Prevádzkovo nutný investovaný kapitál je potom súčtom pre-

vádzkovo nutného pracovného kapitálu a prevádzkovo nutného dlhodobého majetku. Výpočet je znázornený v tabuľke 22.

Tab. 22: Prevádzkovo nutný investovaný kapitál v rokoch 2010 – 2012 (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2010	2011	2012	2013	2014
+ Dlhodobý nehmotný majetok	820 921	595 063	446 504	363 465	381 219
+ Dlhodobý hmotný majetok	23 519 507	22 193 391	21 406 699	19 701 311	18 665 355
Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný	24 340 428	22 788 454	21 853 203	20 064 776	19 046 574
+ Zásoby	8 692 586	9 405 325	9 014 393	8 951 679	7 567 829
+ Pohľadávky	3 797 790	4 231 733	4 369 786	3 761 176	4 158 582
+ Prevádzkovo nutné množstvo FM	1 179 282	2 236 392	2 260 015	2 210 182	2 541 572
+ Ostatné aktíva (čas. rozlíšenie)	6 867	34 936	28 763	28 348	19 373
- Krátkodobé záväzky	1 965 470	3 727 320	3 766 692	3 683 637	4 235 953
- Ostatné pasíva (čas. rozlíšenie)	-	421 244	420 909	127 744	8 955
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	11 711 055	11 759 822	11 485 356	11 140 004	10 042 448
Investovaný kapitál prevádzkovo nutný	36 051 483	34 548 276	33 338 559	31 204 780	29 089 022

8.3 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

Ak sa v podniku našli nejaké aktíva, ktoré sú prevádzkovo nepotrebné, tak by sme mali zistiť, či sú s nimi spojené nejaké výnosy alebo náklady podniku vykazované vo výsledovkách. Z tohto dôvodu je potrebné upraviť aj výsledok hospodárenia. Za neprevádzkové výnosy považujem tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu a oproti tomu za prevádzkové náklady považujem zostatkovú cenu dlhodobého majetku a materiálu. Postup je taký, že z prevádzkového výsledku hospodárenia vyjmem výsledok hospodárenia z predaja majetku a dostanem korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia. Celkový výpočet je znázornený v tabuľke 23.

Tab. 23: Výpočet korigovaného prevádzkového VH pre roky 2010 až 2014 (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2010	2011	2012	2013
Prevádzkový VH z výsledovky	3 108 426	1 855 495	926 197	2 508 195
- Tržby z predaja DM a materiálu	851 365	266 367	518 189	256 584
+ Zostatková cena DM a materiálu	418 938	236 036	232 775	233 264
Korigovaný prevádzkový VH	2 675 999	1 825 164	640 783	2 484 875

9 STRATEGICKÝ FINANČNÝ PLÁN SPOLOČNOSTI

Pre ocenenie spoločnosti výnosovými metódami je dôležité zostavenie strategického finančného plánu spoločnosti. Tento plán by mal obsahovať plán výkazu zisku a strát a plán súvahy. Hlavnými podkladmi pre tvorbu strategického finančného plánu sú strategická analýza, finančná analýza a interné informácie oceňovanej spoločnosti. Plán je zostavený na obdobie od roku 2015 do roku 2018. Toto obdobie bolo stanovené na základe dostupnosti relevantných dát a predikcií. Dlhšie obdobie by mohlo byť poznamenané nepresnými odhadmi. Taktiež sa domnievam, že spoločnosť by mala po uplynutí plánovanej doby dosiahnuť stabilizáciu, teda bude možné predpokladať konštantnú výnosnosť investovaného kapitálu a stabilné tempo rastu. Pre vytvorenie plánu bol použitý program Stratex.

9.1 Plán výkazu zisku a strát

Nasledujúca tabuľka nám znázorňuje plánované výnosy a náklady.

Tab. 24: Plán výkazu zisku a strát (zdroj: vlastné spracovanie)

	v EUR	2015	2016	2017	2018
I.	Tržby za predaj tovaru	0	0	0	0
A.	Náklady vynaložené na predaj tovaru	0	0	0	0
+	Obchodná marža	0	0	0	0
II.	Výkony	32 739 347	33 470 895	34 176 063	34 599 043
B.	Výkonová spotreba	21 575 845	22 353 755	22 980 954	23 255 045
+	Pridaná hodnota	11 163 502	11 117 140	11 195 109	11 343 998
C.	Osobné náklady	3 829 480	3 681 450	3 644 635	3 608 189
D.	Dane a poplatky	296 202	299 164	302 155	305 177
E.	Odpisy DNM a DHM	2 569 624	2 409 359	2 314 551	2 037 099
III.	Tržby z predaja DM a materiálu	293 335	302 135	311 199	320 535
F.	Zostatková cena pred. DM a materiálu	191 039	198 680	206 627	214 892
G.	Zmena stavu rezerv	163 798	158 884	154 118	149 494
IV.	Ostatné prevádzkové výnosy	1 777 979	1 822 429	1 867 990	1 914 689
H.	Ostatné prevádzkové náklady	2 095 808	2 179 640	2 266 826	2 357 499
*	Prevádzkový VH	4 088 866	4 314 527	4 485 384	4 906 871
XIV.	Výnosové úroky	0	0	0	0
P.	Nákladové úroky	165 000	165 000	142 500	120 000
XV.	Ostatné fin. výnosy	33 785	34 122	34 464	34 808
Q.	Ostatné fin. náklady	72 964	74 423	75 911	77 430
*	Finančný VH	-204 179	-205 301	-183 948	-162 621
S.	Daň z príjmu za bežnou činnosť	823 131	862 030	904 316	1 001 735
**	VH za bežnú činnosť	3 061 556	3 247 196	3 397 120	3 742 515
XVII	Mimoriadne výnosy	0	0	0	0
T.	Mimoriadne náklady	0	0	0	0
U.	Daň z príjmu z mimoriadnej činnosti	0	0	0	0
*	Mimoriadny VH	0	0	0	0
***	VH za účtovné obdobie	3 061 556	3 247 196	3 397 120	3 742 515
	VH pred zdane ním	3 884 687	4 109 226	4 301 436	4 744 249

Spoločnosť neplánuje v budúcnosti predaj tovaru. Preto sme neplánovali ani položky, ktoré súvisia s tovarom, čiže tržby za predaj tovaru a náklady na predaný tovar. Spoločnosť síce vykazovala tieto položky v rokoch 2013 a 2014, ale jednalo sa iba o výnimočný predaj tovaru. Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb sú naplánované podľa prognózy ich vývoja v rámci strategickej analýzy. Ich vývoj súvisí najmä s upevnením si pozície na trhu a stabilizáciou podniku. V roku 2015 bude tempo rastu tržieb 5,6 %, v roku 2016 sa tempo spomalí na 2,2%, v roku 2017 na 2,1 % a v roku 2018 na 1,2 %. S rastom výkonov úzko súvisí najmä výkonová spotreba. V rokoch 2015 a 2016 vzrastie výkonová vždy o 4%. V týchto rokoch sa očakáva zdraženie priamych nákladov a to materiálu a energií. V ďalších rokoch bude výkonová spotreba taktiež stúpať a to tak, že v roku 2017 stúpne o 3% a v roku 2018 o 1%. Čo sa týka osobných nákladov, tak spoločnosť znižuje tieto náklady prirodzenou cestou a to tak, že zamestnanci odchádzajú na dôchodok a spoločnosť rozdelí kompetentným zamestnancom úlohy, ktoré obsahuje voľná pozícia. Spoločnosť postupne plánuje odchod 8 zamestnancov. Podľa dátumu odchodu sú plánované aj zníženia osobných nákladov a to takto: v roku 2015 o 2%, v roku 2016 o 4%, v roku 2017 o 1 % a v roku 2018 o 1%. Nákladová položka odpisy je plánovaná v súvislosti s odpisovým plánom spoločnosti. V celom plánovanom období 2015 až 2018 bude spoločnosť investovať do dlhodobého majetku, čo taktiež ovplyvnilo plánované odpisy. Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu sú plánované tempom rastu 3 % pre každý rok v sledovanom období. Náklady na predaj dlhodobého majetku a materiálu budú taktiež stúpať každý rok o 4%. Podnik sa bude snažiť nevyužívaného materiálu zbavovať za cenu menšieho zisku. Zbaví sa tak nákladov na skladovanie tohto materiálu. Spoločnosť neplánuje predať žiadny dlhodobý majetok. Položka zmena stavu rezerv sa bude znižovať každý rok o 3 %, pretože podnik bude postupne znižovať tvorbu rezerv. Podnik vytvára rezervy najmä kvôli vypúšťaniu emisií CO₂ do ovzdušia. Ostatné prevádzkové výnosy sú naplánované konštantným rastom 2,5 % a ostatné prevádzkové náklady sú naplánované konštantným rastom 4 %. Spoločnosť neplánuje nakúpiť dlhodobý finančný majetok, preto nemôžeme plánovať výnosy a náklady spojené s obstarávaním a predajom tohto majetku. Spoločnosť vlastní krátkodobý finančný majetok, ale jedná sa emisné kvóty, z ktorých spoločnosť nezískava žiadne výnosové úroky. Položka nákladové úroky je naplánovaná podľa čerpania revolvingového úveru. Spoločnosť získava tento úver každoročne s priemernou úverovou sadzbou 3 %. Ostatné finančné výnosy sú plánované konštantným tempom rastu 1 % a ostatné finančné náklady konštantným tempom rastu 2% Daň z príjmu za bežnú činnosť je počítaná

daňovou sadzbou 22%. Táto sadzba je z roku 2014 a neočakávame jej zmenu v najbližších rokoch.

9.2 Plán súvahy

Plán súvahy je znázornený na tabuľke 25.

Tab. 25: Plán súvahy (zdroj: vlastné spracovanie)

	v EUR	2015	2016	2017	2018
	AKTÍVA CELKOM	39 882 682	41 174 764	41 334 618	43 325 863
A.	Pohľadávky za upísaný vlastný kapitál				
B.	Dlhodobý majetok	19 235 868	18 903 433	18 239 036	17 379 321
B.I.	Dlhodobý nehmotný majetok	404 879	333 707	267 056	204 361
B.II.	Dlhodobý hmotný majetok	18 830 989	18 569 726	17 971 981	17 174 960
B.III.	Dlhodobý finančný majetok	0	0	0	0
C.	Obežné aktíva	20 628 410	22 253 847	23 078 972	25 930 763
C.I.	Zásoby	7 407 004	7 009 916	7 157 825	7 250 161
C.II.	Dlhodobé pohľadávky	23 630	24 140	24 649	24 967
C.III.	Krátkodobé pohľadávky	3 800 511	3 777 591	3 751 356	3 790 334
C.IV.	Finančný majetok	9 397 266	11 442 201	12 145 142	14 865 301
D.	Časové rozlíšenie	18 404	17 484	16 610	15 779
	PASÍVA CELKOM	39 882 682	41 174 764	41 334 618	43 325 863
A.	Vlastný kapitál	27 169 942	28 417 138	29 814 258	31 556 773
A.I.	Základní kapitál	16 414 080	16 414 080	16 414 080	16 414 080
A.II.	Kapitálové fondy	2 898 406	2 898 406	2 898 406	2 898 406
A.III.	Fondy zo zisku	3 961 245	3 961 245	3 961 245	3 961 245
A.IV.	Výsledok hospodárenia minulých rokov	834 655	1 896 211	3 143 407	4 540 527
A.V.	Výsledok hospodárenia bežného obdobia	3 061 556	3 247 196	3 397 120	3 742 515
B.	Cudzie zdroje	12 712 740	12 757 626	11 520 360	11 769 090
B.I.	Rezervy	3 307 455	3 466 339	3 620 457	3 769 951
B.II.	Dlhodobé záväzky	6 859	7 202	7 562	7 940
B.III.	Krátkodobé záväzky	3 898 427	3 784 085	3 892 342	3 991 199
B.IV.	Bankové úvery a výpomoci	5 500 000	5 500 000	4 000 000	4 000 000
C.	Časové rozlíšenie	0	0	0	0

Spoločnosť neustále investuje do dlhodobého majetku a plánuje investovať aj v budúcnú. Podľa plánu investícií spoločnosti som naplánoval dlhodobý majetok. Celkové investície spoločnosti v roku 2015 budú 2,75 mil. EUR, v roku 2016 plánuje spoločnosť investovať 2,05 mil. EUR, v roku 2017 je to 1,65 mil. EUR a v roku 2018 je to 1,15 mil. EUR. Pre príklad, spoločnosť v roku 2014 investuje do technológií strojov a zariadení 1972500 EUR, do rekonštrukcií stavieb 657500, do upgradu a updatu softwaru 100 000 EUR a ostatných 20 000 EUR do iného dlhodobého majetku. Spoločnosť si zakladá na plánovaní investícií. Aj pri rozsiahlych investíciách, hodnota dlhodobého majetku aj tak klesá. Je to dané najmä zotrvačnými odpismi z minulých rokov. Dlhodobý finančný majetok spoločnosť nevyužíva

ani neplánuje využívať. Položka zásoby je naplánovaná na základe doby obratu na 81,5 dňa v roku 2015 a v ďalších rokoch na 75,5 dňa. Táto doba vychádza dôb obratov v posledných rokoch a najmä z toho, že podnik sa bude snažiť držať určitú hodnotu zásob k plánovaným tržbám. Pohľadávky boli spoločne naplánované na základe doby obratu v priemere na 40 dní. Spoločnosť chce zlepšiť podmienky platieb a tak pomaly znižovať množstvo neuhradených faktúr. Krátkodobý finančný majetok bude v budúcnosti rásť nad požadovanú potrebnú úroveň. Spoločnosť vypláca dividendy, investuje do dlhodobého majetku, ale ponecháva vysokú hodnotu financií na bankových účtoch. Súčasťou tohto krátkodobého finančného majetku sú aj emisné kvóty získané od štátu, ktoré spoločnosť využíva k svojej prevádzke. Časové rozlíšenie aktív bude každým rokom klesať o 5%. Základný kapitál sa po celú plánovanú dobu nebude meniť. Podobne je to aj u položiek kapitálové fondy a fondy zo zisku. Ako som už spomínal tak spoločnosť má v pláne vyplácať dividendy a to tak, že v roku 2015 vyplatí svojim akcionárom 1,5 mil. EUR a v ďalších rokoch bude vyplácať 2 mil. EUR. I keď firma bude vyplácať dividendy, tak sa jej bude hromadiť výsledok hospodárenia z minulých rokov. Výsledok hospodárenia je plánovaný na základe plánu výkazu zisku a strát. Položka rezervy stúpa na základe tvorby rezervy vo výkazu zisku a strát. Podnik vytvára rezervy najmä kvôli vypúšťaniu CO₂ do ovzdušia. Dlhodobé záväzky sú plánované na základe tempa rastu a to každoročne o 5%. Krátkodobé záväzky sú naplánované na základe doby obratu v priemere na 41 dní. Podnik sa snaží aby doby obratov boli v budúcnosti pomerne rovnaké. Táto doba obratu je určená na základe priemeru doby obratov z minulých rokov. Spoločnosť plánuje aj v ďalších rokoch využívať výhodný revolvingový úver, ale postupne sa snaží znížiť jeho výšku. V rokoch 2015 a 2016 bude čerpať tento úver vo výške 5,5 mil. EUR a v rokoch 2017 a 2018 bude čerpať úver vo výške 4 mil. EUR.

9.3 Finančná analýza plánu

Na záver plánovania účtovných výkazov pridávam stručnú finančnú analýzu, ktorá je tvorená z pomerových ukazovateľov. Jednotlivé ukazovatele sú zhrnuté v nasledujúcej tabuľke.

Tab. 26: Vybrané ukazovatele finančnej analýzy v plánovaných rokoch
(zdroj: vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
Rentabilita tržieb	9,36%	9,71%	9,95%	10,83%
Rentabilita aktív	10,33%	10,55%	10,77%	11,49%
Rentabilita vlastného kapitálu	11,60%	11,68%	11,67%	12,20%
Bežná likvidita	2,19	2,40	2,92	3,24
Pohotová likvidita	1,40	1,64	2,01	2,33
Hotovostná likvidita	1,00	1,23	1,54	1,86
Obrat aktív	0,83	0,82	0,83	0,82
Doba obratu zásob	82	76	76	76
Doba obratu pohľadáviek	42	41	40	39
Doba obratu záväzkov	43	41	41	42
Celková zadlženosť	31,88%	30,98%	27,87%	27,16%
Úrokové krytie	24,54	25,90	31,19	40,54
Krytie DM vlastným kapitálom	1,41	1,50	1,63	1,82
Krytie DM dlhodobými zdrojmi	1,58	1,69	1,83	2,03

V budúcnosti plánujeme navýšenie ziskovosti podniku, čo môžeme vidieť aj na ukazovateľoch rentability. Rentabilita v plánovanom období postupne stúpa. Rentabilita vlastného kapitálu dosahuje vyšších hodnôt, ako investície do štátnych dlhopisov alebo úroky z bežného účtu. Táto skutočnosť je pozitívna najmä pre vlastníkov spoločnosti, ktorý majú vyšší výnos z podniku ako zo spomínaných finančných produktov. Ukazovatele likvidity sa pohybujú nad odporúčanými hodnotami po celú dobu plánu, napriek pomerne rozsiahlym investíciám. Podnik ponecháva svoje zisky vo forme peňažných prostriedkov na bežných účtoch. Ukazovateľ obratu aktív sa pohybuje pod odporúčanou hodnotou 1. Ako sme už ale zistili vo finančnej analýze podniku, tak odvetvie, do ktorého spoločnosť spadá, malo horšiu priemernú hodnotu tohto ukazovateľa. To znamená, že hodnota tohto ukazovateľa je pre podnik prijateľná a v budúcnosti sa bude držať nad priemernou hodnotou v odvetví. Doby obratu boli naplánované, na základe preferencií podniku. Doba obratu zásob by sa mala v budúcnosti ustáliť na 76 dní. Čo sa týka doby obratu pohľadávok a záväzkov, tak podnik sa bude snažiť tieto doby zrovnávať, dokonca v roku 2018 bude doba obratu pohľadávok nižšia ako doba obratu záväzkov. Celková zadlženosť klesá, pretože spoločnosť sa snaží o financovanie hlavne vlastným kapitálom. Vidíme že aj ukazovatele krytia dlhodobého majetku stúpajú v plánovanom období, čo znamená, že firma bude upevňovať konzervatívnu stratégiu financovania svojej hospodárskej činnosti. Ukazovateľ úrokového krytia v plánovanom období stúpa, čo je pre podnik pozitívnou skutočnosťou. Podnik bude môcť splácať svoje úroky z úverov.

10 OCENENIE PODNIKU

V tejto kapitole sa budeme zaoberať cieľom diplomovej práce a to oceňovaním podniku vybranými výnosovými metódami. Z finančnej analýzy vyplynulo, že podnik splňuje hlavnú podmienku „going concern“ pre ocenenie výnosovými metódami. Mojim cieľom je stanoviť hodnotu podniku pre vlastníkov a veriteľov k 1.1.2015. Výsledná hodnota podniku bude slúžiť iba ako informatívna, pre prípad, že by vlastníci rozhodli podnik predať nejakému z investorov. Pre ocenenie podniku budú využité metódy diskontovaného čistého cash flow (FCFF) a metóda založená na ekonomickej pridanej hodnote (EVA).

10.1 Stanovenie diskontnej miery pre ocenenie podniku

Pre ocenenie podniku je dôležitým faktorom hodnota vážených priemerných nákladov na kapitál. Tieto náklady sa označujú WACC a zahrňujú v sebe jak náklady cudzieho kapitálu, tak aj náklady vlastného kapitálu.

Tab. 27: Cieľová kapitálová štruktúra v plánovanom období (zdroj: vlastné spracovanie)

	2015	2016	2017	2018
Vlastný kapitál	27 169 942	28 417 138	29 814 258	31 556 773
Úročený cudzí kapitál	5 500 000	5 500 000	4 000 000	4 000 000
Pomer VK k celkovému kapitálu	83%	84%	88%	89%
Pomer ÚCK k celkovému kapitálu	17%	16%	12%	11%

V tabuľke 27 vidíme, že podnik vlastný kapitál tvorí prevažnú časť investovaného kapitálu a priemerne je to 86 %. Cudzí úročený kapitál potom tvorí 14 % kapitálu. Tento pomer použijeme pri výslednom výpočte WACC.

10.1.1 Náklady na cudzí kapitál

Spoločnosť využíva pre svoje financovanie revolvingový bankový úver, preto budeme vychádzať z úrokovej miery tohto úveru. Túto úrokovú mieru použijeme z dôvodu, že podnik každoročne obnovuje revolvingový úver a úroková miera odráža súčasné podmienky. Za obdobie 2010 až 2014 bola priemerná úroková miera revolvingového úveru 3 %.

10.1.2 Náklady na vlastný kapitál

Pre určenie nákladov na vlastný kapitál použijem metódu CAPM a stavebnicový model INFA.

- **Model oceňovania kapitálových aktív CAPM**

Metóda CAPM pre výpočet nákladov na vlastný kapitál patrí medzi najbežnejšie pri oceňovaní podniku. Hlavnými zložkami výpočtu touto metódou sú bezriziková úroková miera, hodnota koeficientu β a riziková prémia.

Bezriziková úroková miera je stanovená na základe priemernej výnosnosti štátnych dlhopisov. Podľa prognózy ministerstva financií SR sa bude výnos štátnych dlhopisov vyvíjať takto: v roku 2015 vo výške 1,4 %, v roku 2016 vo výške 1,9 %, v roku 2017 vo výške 2,7 % a v roku 2018 vo výške 3,4 %. Priemer z týchto úrokových sadziieb je 2,4 %, čo je aj naša stanovená bezriziková úroková miera.

Riziková prémia trhu je stanovená na základe rizikovej prémie zeme, ktorú som získal zo stránok profesora A. Damodarana. Ratingová agentúra Moody's ohodnotila SR známku A2. Pre Slovenskú republiku je k 1.1.2015 stanovená riziková prémia vo výške 7,03%. Predpokladám, že za celé plánované obdobie nepríde k zmene ratingu.

Hodnota koeficientu β s náhradnými odhadmi je stanovená na základe β koeficientu podobných podnikov. Hodnota koeficientu na stránkach A. Damodarana pre stavebné materiály v januári 2015 činila 0,85. Koeficient musíme následne prepočítať na úroveň zadlženosti oceňovaného podniku a. Priemerná zadlženosť podniku podľa výpočtov z predošlej podkapitoly je 14 %.

Model CAPM s náhradným odhadom β pri danej zadlženosti

Tab. 28: Výpočet nákladov na VK – Model CAPM s náhradnými odhadmi β (zdroj: vlastné spracovanie)

Bezriziková úroková miera	2,4%
Riziková prémia	7,03%
β - nezadlžená	0,85
β - zadlžená	0,94
Náklady na VK	9,03%

Na základe modelu CAPM s náhradným odhadom pri plánovanej zadlženosti 14% sme určili náklady na vlastný kapitál vo výške 9,03 %.

Model CAPM so stanovením β koeficientu na základe finančného a obchodného rizika

Model CAPM má aj variantu, ktorá vychádza zo stanovenia triedy systematického rizika a korekciou β koeficientu k finančnému riziku, kde finančné riziko ukazuje na štruktúru zdrojov oceňovaného podniku.

Systematické riziko obsahuje v sebe citlivosť a vzťah medzi ziskami oceňovaného podniku a národohospodárskymi ukazovateľmi. Podľa profesora Maříka delíme systematické riziko do piatich skupín. Na základe strategickej analýzy, ktorá bola vypočítaná v kapitole 6.1.3., sme podnik zaradili do 4. skupiny systematického rizika, pretože oceňovaný podnik je značne závislý na výkyvoch konjunktúry.

Prémium za špecifické riziko stanovím pomocou expertného odhadu, pri ktorom je potreba ohodnotiť vybrané vnútorné faktory, ako sú napríklad úroveň vedenia spoločnosti, pozícia na trhu, poskytovaná akosť výrobkov, služieb a využívaných technológií, konkurencieschopnosť, výsledky finančnej a strategickej analýzy a ďalšie údaje. Vzhľadom na tieto faktory ovplyvňujúce špecifické riziko som stanovil výšku tohto rizika na 1,5 %.

Tab. 29: CAPM na základe fin. a obchod. rizika (zdroj: vlastné spracovanie)

Bezriziková úroková miera	2,40%
Riziková prémia	7,03%
Prémia za špecifické riziko	1,50%
Trieda systematického rizika	3
Korekcia na základe obchodného rizika	0,25
Korekcia na základe finančného rizika	-0,13
Koeficient β	1,12
Náklady na VK	11,77%

Náklady vlastného kapitálu podľa modelu CAPM so stanovením koeficientu Beta na základe finančného a obchodného rizika sú stanovené na 11,77%.

- **Stavebnicový model INFA**

Tento stavebnicový model je založený na pričítaní prirážok k bezrizikovej úrokovej miere. Jedná sa model využívaný Ministerstvom priemyslu a obchodu ČR. Jednotlivé prirážky sme stanovili podľa metodiky MPO.

Tab. 30: Stavebnicová metóda INFA pre určenie nákladov na VK
(zdroj: vlastné spracovanie)

Bezriziková úroková miera	2,40%
Riziková prirážka za veľkosť firmy	2,70%
Riziková prirážka za podnikateľské riziko	2,68%
Riziková prirážka za fin. stabilitu	0,00%
Riziko za finančnú štruktúru	0,00%
Náklady na VK	7,78%

Bezriziková úroková miera je rovnaká, ako v predošlých výpočtoch. Ostatné rizikové prirážky sú vypočítané na základe metodiky MPO, ktorá je umiestnená na webových stránkach MPO. Náklad vlastného kapitálu podľa tejto metódy je 7,78%. Túto metódu, ale nebudeme zohľadňovať pri stanovení nákladov na VK, pretože sa nepoužíva pri stanovení trhnej hodnoty podniku.

- **Stanovenie nákladov na VK**

Výsledné náklady na vlastný kapitál budú vypočítané na základe váženého aritmetického priemeru. Odhadu nákladov na VK pomocou stavebnicovej metódy INFA som priradil najmenšiu váhu, pretože sa jedná o najvoľnejší odhad zo spomínaných metód. K modelu CAPM so stanovením β koeficientu na základe finančného a obchodného rizika bola priradená najväčšia váha, pretože počíta aj s nesystematickým rizikom.

Tab. 31: Výsledný náklad na VK (zdroj: vlastné spracovanie)

	Váha	Náklad na VK
CAPM s náhradnými odhadmi koeficientu β	3	9,03%
CAPM so stanovením β na základe fin. a obch. rizika	5	11,77%
Stavebnicová metóda INFA	1	7,78%
Náklady na VK		10,41%

10.1.3 Stanovenie vážených priemerných nákladov na kapitál WACC

Vážené priemerné náklady na kapitál vypočítame podľa vzorca:

$$WACC = n_{ck} * (1-d) * CK/K + n_{vk} * VK/K \quad (33)$$

Po dosadení údajov, ktoré boli vypočítané v predchádzajúcich podkapitolách, dostávame hodnotu vážených priemerných nákladov na kapitál vo výške 9,28 %.

10.2 Ocenenie spoločnosti Cemmac, a.s. metódou DCF entity a metódou ekonomickej pridanej hodnoty

Ku stanoveniu hodnoty podniku podľa uvedených výnosových metód som využíval postupy prof. Maříka. Predtým ako sa pustíme do samotného oceňovania spoločnosti, musíme vymedziť niektoré veličiny, ktoré sú dôležité pre oceňovanie podniku. Jedná sa o určenie nutného investovaného kapitálu a korigovaného prevádzkového zisku.

- **Prevádzkovo nutný investovaný kapitál**

Určenie prevádzkovo nutného investovaného kapitálu je pre oceňovanie veľmi dôležité. Uplatňuje sa jak pri stanovení hodnoty spoločností pomocou voľného peňažného toku, tak pri stanovení hodnoty spoločnosti na základe ekonomickej pridanej hodnoty. Prvým krokom je vyčlenenie prevádzkovo nepotrebných aktív. V plánovanom období je to znova prebytočný krátkodobý finančný majetok. Prevádzkovo potrebná úroveň bola stanovená rovnako ako v kapitole 8.1., kde sme určili požadovanú výšku ukazovateľa hotovostnej likvidity na 0,6. Ďalšie prevádzkovo nepotrebné aktíva sa v spoločnosti v období plánu nevyskytujú.

Tab. 32: Výpočet Prevádzkovo nutného FM pre obdobie plánu (zdroj: vlastné spracovanie)

	2014	2015	2016	2017	2018
Prevádzkovo nutná likvidita (max. 0,6)	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Krátkodobé záväzky (EUR)	4 235 953	3 898 427	3 784 085	3 892 342	3 991 199
FM z finančného plánu (skutočnosť v roku 2012) (EUR)	7 862 326	9 397 266	11 442 201	12 145 142	14 865 301
FM prevádzkovo nutný (EUR)	2 541 572	2 339 056	2 270 451	2 335 405	2 394 720

Po vypočítaní prevádzkovo nutného FM, stanovíme prevádzkovo nutný investovaný kapitál. Výpočet je znázornený v tabuľke 33.

Tab. 33: Prevádzkovo nutný investovaný kapitál v období plánu (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2014	2015	2016	2017	2018
+ Dlhodobý nehmotný majetok	381 219	404 879	333 707	267 056	204 361
+ Dlhodobý hmotný majetok	18 665 355	18 830 989	18 569 726	17 971 981	17 174 960
Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný	19 046 574	19 235 868	18 903 433	18 239 036	17 379 321
+ Zásoby	7 567 829	7 407 004	7 009 916	7 157 825	7 250 161
+ Pohľadávky	4 158 582	3 824 140	3 801 731	3 776 005	3 815 301
+ Prevádzkovo nutné množstvo FM	2 541 572	2 339 056	2 270 451	2 335 405	2 394 720
+ Ostatné aktíva (čas. rozlíšenie)	19 373	18 404	17 484	16 610	15 779
- Krátkodobé záväzky	4 235 953	3 898 427	3 784 085	3 892 342	3 991 199
- Ostatné pasíva (čas. rozlíšenie)	8 955	-	-	-	-
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	10 042 448	9 690 178	9 315 496	9 393 503	9 484 762
Investovaný kapitál prevádzkovo nutný	29 089 022	28 926 045	28 218 929	27 632 540	26 864 082

- **Ocenenie neprevádzkových aktív**

Hodnota prevádzkovo nepotrebného finančného majetku je stanovená ako rozdiel potrebného finančného majetku k dátumu ocenenia spoločnosti a jeho požadovanej hodnoty v závislosti na prevádzkovo nutnej likvidite. Výpočet je nasledujúci: ocenenie neprevádzkového finančného majetku = 7 862 326 – 2 541 572 = 5 320 754. Ocenenie neprevádzkového finančného majetku teda vyšlo 5 320 754 EUR je následne pripočítané k prevádzkovej hodnote podniku stanovená, ktorá bude stanovená pomocou jednotlivých metód ocenenie, a zvyšuje tak výslednú hodnotu podniku.

- **Korigovaný výsledok hospodárenia**

Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia vypočítame rovnako ako v kapitole 8.3.. Prevádzkový výsledok hospodárenia upravíme o výsledok hospodárenia z predaju dlhodobého majetku a materiálu. Výnosové úroky nie sú naplánované. Výšku korigovaného výsledku hospodárenia v období plánu vidíme v tabuľke .

Tab. 34: Korigovaný výsledok hospodárenia v období plánu (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2015	2016	2017	2018
Prevádzkový VH z výsledovky	4 113 766	4 341 447	4 513 920	4 936 700
- Tržby z predaja DM a materiálu	293 335	302 135	311 199	320 535
+ Zostatková cena DM a materiálu	191 039	198 680	206 627	214 892
Korigovaný prevádzkový VH	4 011 470	4 237 992	4 409 349	4 831 057

Teraz môžeme stanoviť hodnotu spoločnosti metódou vychádzajúcou z voľného peňažného toku, ale aj metódou vychádzajúcou z ekonomickej pridanej hodnoty.

10.2.1 Stanovenie hodnoty podniku na pomocou metódy DCF entity

Základnou zložkou metódy DCF je voľný peňažný tok, u metódy DCF entity je to voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov. Pri tejto metóde využijeme diskontnú mieru na úrovni vážených priemerných nákladov na kapitál pri plánovanom zadlžení podniku. Diskontnú mieru pre DCF entity sme vypočítali v podkapitole 10.1.3. a jej výška je 9,28%. Výpočet voľného a diskontovaného cash flow pre plánované roky 2015 až 2018 uvádza nasledujúca tabuľka 35.

Tab. 35: Voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov v 1. fáze (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2015	2016	2017	2018
Korigovaný prevádzkový VH	4 011 470	4 237 992	4 409 349	4 831 057
Daň	882 523	932 358	970 057	1 062 833
Korigovaný prevádzkový VH po zdanení	3 128 947	3 305 634	3 439 292	3 768 225
Úpravy o nepeňažné operácie celkom	2 700 535	2 542 243	2 441 007	2 157 595
Odpisy	2 544 723	2 382 439	2 286 015	2 007 271
Zmena rezerv	163 798	158 884	154 118	149 494
Zmena zostatkov čas. Rozlíšenia	- 7 986	920	874	830
Predbežný peňažný tok z prevádzky	5 829 482	5 847 877	5 880 299	5 925 820
Investície do prevádzkovo nutného prac. kapitálu	352 270	374 681	- 78 007	- 91 258
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti	6 181 752	6 222 559	5 802 292	5 834 562
Investície do do prevádzkovo nutného DM	- 2 734 017	- 2 050 004	- 1 621 619	- 1 147 555
Voľný peňažný tok pužitý pre ocenenie	3 447 735	4 172 554	4 180 673	4 687 007
Diskontovaný voľný peňažný tok	3 154 955	3 493 982	3 203 496	3 286 494
Kumulovaný diskontovaný voľný peňažný tok	3 154 955	6 648 937	9 852 433	13 138 927
Diskontný faktor	0,915	0,837	0,766	0,701
Vážené priemerné náklady kapitálu	9,28%	9,28%	9,28%	9,28%

Prvým krokom výpočtu voľných peňažných tokov je zdanenie korigovaného výsledku hospodárenia. Pre celé plánované obdobie je stanovená jednotná daň 22 %. Následne získavame KPVH po zdanení. Ďalej upravíme tento KVPH po zdanení o nepeňažné operácie, medzi ktoré patria odpisy, zmena zostatkov rezerv a zmeny zostatkov časového rozlíšenia. Výsledkom je predbežný tok z prevádzky, ktorý je následne upravený o investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu, ktoré boli vypočítané ako každoročné zmeny prevádzkovo nutného pracovného. Ďalej musíme predbežný tok upraviť o prevádzkovo nutné investície do DM, ktoré sa vypočítajú tak, že berieme hodnotu DM daného plánovaného roku, od nej odpočítame hodnotu DM predošlého roku a pripočítame odpisy daného plánovaného roku. Vďaka tomuto postupu nám investície nevychádzajú podľa skutočných vynaložených investícií, ale zohľadňujú aj výšku odpisov. Po týchto úpravách dostaneme voľný peňažný tok, ktorý musíme diskontovať diskontnou sadzbou na úrovni vážených priemerných nákladov kapitálu. V našom prípade je WACC vo výške 9,28 %.

Výsledná hodnota podniku pre prvú fázu je sumou diskontovaného peňažného toku za plánované obdobie. V tabuľke 35 vidíme hodnotu prvej fázy v riadku kumulovaných diskontovaných voľných peňažných tokov pre rok 2018. Výsledná hodnota podniku pre prvú fázu je teda 13 138 927 EUR. Následne ale musíme stanoviť hodnotu podniku pre druhú fázu.

Ďalšou podstatnou časťou tejto metódy je vypočítanie hodnoty pre druhú fázu podniku. Hlavnou otázkou pri stanovení hodnoty druhej fázy je odhad tempa rastu g . Na určenie hodnoty pokračujúcej hodnoty spoločnosti použijem Gordonov vzorec.

Pri použití Gordonovho vzorca väčšinou odhadujeme veličinu g na základe tempa rastu hrubého domáceho produktu. Podľa predpovedi vývoja HDP, ktorá bola vyhotovená v kapitole 6.3., sa bude tempo rastu g pohybovať v rozpätí 0,04 – 3,86%. Vzhľadom na znižujúci sa vývoj tempa rastu v posledných rokoch plánovaného obdobia, beriem do úvahy posledný rok 2018 predikcie HDP. V tomto roku bolo tempo rastu trhu 0,04 %. Prognóza inflácie podľa ministerstva financií SR je v nasledujúcich rokoch takáto: v roku 2015 je výška inflácie 0 %, v roku 2016 narastá inflácia na hodnotu 1,6 %, v roku 2017 je vo výške 1,8 % a v roku 2018 vo výške 2 %. Budem počítať teda s infláciou posledného plánovaného roku 2018, teda s 2 %. Výsledné tempo rastu, ktoré zahŕňa aj infláciu, bude 2,04 %. Podmienkou užitia vzorca pre výpočet druhej fázy je, aby priemerné náklady kapitálu boli väčšie ako predpokladané tempo rastu. Táto podmienka je splnená.

V druhej fáze bude podiel vlastného kapitálu na úrovni vypočítanej priemernej zadlženosti v období plánu, teda na úrovni 86 %. Diskontná miera je prevzatá z prvej fázy oceňovania, čiže jej úroveň bude vo výške 9,28 %.

Tab. 36: Hodnota druhej fázy a výsledná hodnota spoločnosti (zdroj: vlastné spracovanie)

	Hodnota
Voľný peňažný tok v roku 2018 (posledný rok plánu) v EUR	3 286 494
Zadaný voľný peňažný tok v roku 2019 (1. rok druhej fázy) v EUR	3 353 538
Zadané tempo rastu voľných peňažných tokov v druhej fáze (%)	2
Hodnota prvej fázy (EUR)	13 138 927
Hodnota druhej fázy (pokračujúca hodnota v EUR)	46 319 592
Prevádzková hodnota spoločnosti brutto (EUR)	59 458 519
Úročený cudzí kapitál (EUR)	5 500 000
Prevádzková hodnota spoločnosti netto (EUR)	53 958 519
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia 1.1.2015 (EUR)	5 320 754
Výsledná hodnota spoločnosti (EUR)	59 279 273

Voľný peňažný tok v prvom roku druhej fázy bol vypočítaný ako:

$$FCFF_{T+1} = FCFF_T * (1 + g) = 3\,286\,494 * 1,02 = 3\,353\,538 \quad (34)$$

kde: $FCFF_{T+1}$ = FCFF v prvom roku druhej fázy

$FCFF_T$ = FCFF v poslednom roku prognózovaného obdobia

g = predpokladané tempo rastu

Hodnota druhej fáze podľa Gordonovho vzorca nám vyšla 46 319 592 EUR. Sumou hodnoty podniku v prvej fáze a v druhej fáze dostaneme prevádzkovú hodnotu spoločnosti. Následne musíme od tejto hodnoty odpočítať úročený cudzí kapitál k dátumu ocenenia a taktiež pripočítať neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia. Po týchto úpravách získavame výslednú hodnotu podniku 59 279 273 EUR.

10.2.2 Stanovenie hodnoty podniku metódou EVA

Pri správnom stanovení vstupných hodnôt a pri obozretnom spracovaní výpočtov by mala byť metóda ekonomickej pridanej hodnoty. Základné schéma výpočtu je rovnaké ako u metód DCF. Pri výpočte ocenenia spoločnosti metódou EVA je použitá diskontná miera na úrovni priemerných vážených nákladov na kapitál, teda 9,28%. Najskôr je vypočítaná hodnota prvej fázy, následne je potom stanovená pokračujúca hodnota. Postup výpočtu je znázornený v nasledujúcej tabuľke 37.

Tab. 37: Výpočet hodnoty firmy z EVA – 1.fáza (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	2015	2016	2017	2018
Korigovaný prevádzkový VH	4 011 470	4 237 992	4 409 349	4 831 057
Daň	882 523	932 358	970 057	1 062 833
Korigovaný prevádzkový VH po zdanení	3 128 947	3 305 634	3 439 292	3 768 225
Vážené priemerné náklady kapitálu (%)	9,28%	9,28%	9,28%	9,28%
Investovaný kapitál	28 926 045	28 218 929	27 632 540	26 864 082
Minimálny požadovaný výnos z inv. Kapitálu	2 699 461	2 684 337	2 618 717	2 564 300
EVA použitá pre ocenenie	429 485	621 297	820 575	1 203 925
Diskontovaná EVA	393 014	520 257	628 777	844 183
Kumulovaná diskontovaná EVA	393 014	913 271	1 542 047	2 386 231
Diskontný faktor	0,915	0,837	0,766	0,701
Vážené priemerné náklady kapitálu (%)	9,28%	9,28%	9,28%	9,28%

Základom výpočtu hodnoty prvej fáze pomocou EVA je korigovaný hospodársky výsledok po zdanení. Následne je dôležité zistiť hodnotu minimálneho požadovaného výnosu, ktorý je stanovený tak, že prevádzkovo nutný investovaný kapitál predošlého roku vynásobíme váženými priemernými nákladmi kapitálu. Hodnota EVA je potom výsledkom rozdielu medzi minimálnym požadovaným výnosom z investovaného kapitálu a korigovaným prevádzkovým výsledkom hospodárenia po zdanení. Hodnota prvej fázy je stanovená ako suma diskontovanej EVA za plánované obdobie. V tabuľke 37 je hodnota prvej fázy uvedená v riadku kumulovaná diskontovaná EVA pre rok 2018. Hodnota podniku v prvej fáze podľa metódy EVA je 2 386 231 EUR.

Výpočet hodnoty druhej fázy je uvedený v tabuľke 38.

Tab. 38: Výpočet hodnoty spoločnosti z EVA (zdroj: vlastné spracovanie)

(v eurách)	Hodnota
Ekonomická pridaná hodnota v poslednom roku plánu	1 203 925
Ekonomická pridaná hodnota v 1. roku 2. fázy	1 352 110
Zadané tempo rastu voľných peňažných tokov v druhej fáze (%)	2,04
Hodnota prvej fázy (EUR)	2 386 231
Hodnota druhej fázy (pokračujúca hodnota v EUR)	18 675 549
MVA	21 061 780
Prevádzkovo nutný investovaný kapitál k dátumu oceňovania	29 089 022
Prevádzková hodnota spoločnosti brutto (EUR)	50 150 802
Úročený cudzí kapitál (EUR)	5 500 000
Prevádzková hodnota spoločnosti netto (EUR)	44 650 802
Neprevádzkový majetok k dátumu ocenenia 1.1.2015 (EUR)	5 320 754
Výsledná hodnota spoločnosti (EUR)	49 971 556

Hodnotu EVA v prvom roku druhej fázy sme vypočítali podľa vzorca:

$$EVA_{T+1} = EVA_T * (1 + g) - \text{prevádzkovo nutný inv. kapitál}_T * WACC \quad (35)$$

kde: EVA_{T+1} = EVA v prvom roku druhej fázy

EVA_T = EVA v poslednom roku prognózovaného obdobia

g = predpokladané tempo rasu

$WACC$ = vážené priemerné náklady na kapitál

Tempo rastu druhej fázy bolo stanovené rovnako ako u metódy DCF. Výsledná hodnota EVA v prvom roku druhej fázy je 1 352 110 EUR. Výsledná hodnota druhej fázy je 18 675 549 EUR. Sčítaním hodnôt prvej fázy a druhej fázy získavame hodnotu MVA, čo je hodnota pridaná trhom, ktorá je vo výške 21 061 780 EUR. K tejto hodnote pripočítame hodnotu prevádzkovo nutného investovaného kapitálu k 1.1.2015 a dostávame prevádzkovú hodnotu spoločnosti brutto a tá je vo výške 50 150 802 EUR. Túto hodnotu upravíme tak, že odčítame úročený cudzí kapitál a pripočítame neprevádzkový majetok k 1.1.2015 a vyjde nám výsledná hodnota spoločnosti. Výsledná hodnota firmy stanovená metódou EVA je 49 971 556 EUR.

10.2.3 Stanovenie hodnoty podniku

Pri aplikácii výnosových metód oceňovania spoločnosti by mali metódy DCF a EVA a rôzne varianty týchto metód ako DCF entity, DCF equity alebo APV poskytnúť zhodné

výsledky a výpočty těchto metod by malo mať skorej početný a kontrolný význam. Výsledné ocenenie pomocou metódy DCF entity je 59 279 273 EUR. Výsledné ocenenie pomocou metódy ekonomickej pridanej hodnoty je stanovené vo výške 49 971 556 EUR. V teoretickej časti sme poznamenali, že aby sa metódy rovnali je treba splniť určité podmienky. Podľa môjho názoru som dané podmienky splnil a pre výpočet výslednej hodnoty podniku boli použité rovnaké veličiny. Výsledné hodnoty podniku sú aj tak rozdielne. Konečnú hodnotu podniku teda stanovím aritmetickým priemerom týchto hodnôt. Výsledná hodnota podniku je 54 625 415 EUR.

ZÁVER

Hlavným cieľom tejto diplomovej práce bolo stanovenie tržnej hodnoty spoločnosti Cemmac, a.s. za pomoci vybraných výnosových metód oceňovania. Výsledné ocenenie bude mať pre vedenie spoločnosti a ich vlastníkov iba informatívny charakter.

Teoretická časť tejto práce bola zameraná na vymedzenie a popísanie základných pojmov, teoretických a metodických poznatkov z oblasti oceňovania spoločnosti. Najväčší dôraz bol kladený najmä na výnosové metódy oceňovania, ktoré sa v praxi využívajú najviac pri oceňovaní spoločnosti a stanovení výslednej hodnoty podniku. Teoretická časť slúži ako východisko pre časť praktickú.

Na začiatku analytickej časti bola najskôr predstavená spoločnosť Cemmac, a.s.. Potom sme zanalyzovali spoločnosť za pomoci strategickej analýzy, ktorá je kľúčovou fázou celého procesu oceňovania spoločnosti. Strategická analýza nám dodala nižšie uvedené poznatky,

Za pomoci strategickej analýzy sme zistili, že relevantným trhom spoločnosti Cemmac, a.s. z územného hľadiska je trh Slovenskej republiky a Českej republiky. Svojich zákazníkov má aj v iných krajinách, ale percento týchto zákazníkov je zanedbateľné a jedná sa iba o výnimočné zákazky. Vymedzenie relevantného trhu som stanovil na základe tržieb v odvetví v SR a v ČR. Následne som tieto tržby sčítal a získal som celkové tržby odvetvia pre obe trhy spoločne a tak aj veľkosť relevantného trhu. V rámci slovenského trhu som zaradil spoločnosť podľa klasifikácie SK-NACE do sekcie spracovateľského priemyslu a oddielu 23 - Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov. Čo sa týka českého trhu, tak tam bola spoločnosť zaradená podľa klasifikácie CZ-NACE rovnako ako na slovenskom trhu do sekcie spracovateľského priemyslu a do oddielu 23 - Výroba ostatných nekovových minerálnych výrobkov. Analýza atraktivity trhu nám stanovila, že atraktivita trhu sa pohybuje okolo priemeru, čiže je priemerná.. Medzi hlavné príležitosti tohto trhu som zaradil veľké bariéry vstupu, čo znamená, že podnik môže expandovať a získavať väčší podiel na trhu, a vytlačenie konkurentov inováciami a novými technológiami. Naopak hrozby tohto trhu sú, že sa jedná o menší a málo dynamický trh a trh je značne citlivý na konjunktúru. Spoločnosť získava tržby z tuzemska aj zo zahraničia, teda najmä z Českej republiky. V rokoch 2010 a 2011 značne prevažujú tržby z tuzemska, ale v ďalších rokoch sa tento pomer dorovnáva a podnik vyvažuje tržby zo zahraničia a tuzemska. Na základe týchto faktov som sa rozhodol vytvoriť prognózu tržieb pre spoločný trh Slovenskej a Čes-

kej republiky. Stanovenie prognózy rastu relevantného trhu bolo založené na vývoji HDP pre oba trhy spoločne. Využitím regresnej analýzy s lineárnou funkciou sme získali priemerné tempo rastu trhu v rokoch 2015 až 2018 na 1,4%. Výsledky analýzy konkurencie a vnútorného potenciálu nám povedali, že podnik je konkurencieschopný a má potenciál k ďalšiemu rozvoju. Poslednou časťou strategickej analýzy bola prognóza tržieb spoločnosti pre roky 2015 až 2018, kde sme predpokladali získanie ďalšieho tržného podielu najmä v roku 2015. Tržby spoločnosti v ostatných plánovaných rokoch iba mierne stúpajú.

Analýza finančného zdravia podniku následne potvrdila budúci stav podniku, čiže jeho perspektívnosť. Po analýze absolútnych, tokových a pomerových ukazovateľov môžem povedať, že spoločnosť Cemmac a.s. je finančne stabilná a tvorí hodnotu pre svojich vlastníkov. Spoločnosť zažila síce ťažké obdobie v rokoch 2011 a 2012, ale v ďalších rokoch sa už postupne spamätala snaží sa dostať do dobre finančnej situácie, čo sa jej aj darí. Súhrnné indexy taktiež potvrdili zlepšujúci sa vývoj finančnej situácie od roku 2012. Predpokladáme teda trvanie spoločnosti do budúcnosti (going concern), čo je predpokladom pre využitia výnosových metód ocenenia.

Výsledky strategickej a finančnej analýzy vytvorili základ, podľa ktorého som zostavil finančný plán pre samotné ocenenie podniku Cemmac, a.s. vybranými výnosovými metódami. Plán je zostavený na štvorročné obdobie od roku 2015 až do roku 2018. Strategický plán podniku pre toto obdobie bol zostavený za pomoci programu STRATEX. Najskôr som však rozdelil aktíva na prevádzkovo potrebné a nepotrebné a z majetku som vylúčil prebytočné množstvo krátkodobého finančného majetku. Časový horizont plánu je zostavený na základe budúceho vývoja tržieb podniku, pričom v roku 2018 už bol nárast tržieb iba o 1,29 %, a predpokladáme, že podnik sa po štyroch rokoch stabilizuje. Po zostavení strategického finančného plánu som zanalyzoval finančné zdravie tohto plánu a zistil som, že finančná situácia spoločnosti Cemmac, a.s. je v budúcnosti dobrá.

Výslednú hodnotu podniku som stanovil na základe výnosových metód oceňovanie, metódy DCF entity a metódy ekonomickej pridanej hodnoty k 1.1.2015. V úvode projektovej časti som najskôr vyčlenil všetky veličiny potrebné pre výpočet výslednej hodnoty podniku obe tieto metódy. Prvým krokom bolo stanovenie diskontnej miery, potom som stanovil nutný investovaný kapitál do spoločnosti a na koniec som stanovil korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia. Ďalej som ocenil prevádzkovo nepotrebný majetok, ktorý bol predtým vyčlenený. Aby som získal konečnú výslednú hodnotu podniku, tak som musel

k prevádzkovej hodnote podniku, ktorú som získal užitím jednotlivých metód, pripočítať ocenený prevádzkovo nepotrebný majetok.

Využitím dvoch rôznych prístupov výnosových metód by sme mali dostať vždy rovnaký výsledok. Výsledné hodnoty, ktoré som dostal po výpočtoch, sa ale líšia, Výsledná hodnota stanovená za pomoci využitia metódy DCF entity je 59 279 273 EUR a za pomoci metódy EVA je 49 971 556 EUR. Následne som použil aritmetický priemer z týchto dvoch metód aby som získal konečnú výslednú hodnotu spoločnosti. Konečná výsledná hodnota spoločnosti s použitím aritmetického priemeru je 54 625 415 EUR. Ako hlavný dôvod rozdielu výsledných hodnôt využitím spomínaných metód oceňovania by som určil prácnosť výpočtov a náročnosť celého procesu oceňovania. Oceňovanie podniku je veľmi náročnou problematikou, ktorá vyžaduje široké spektrum znalostí a najmä skúseností s daným oborom, preto považujem aj pri nerovnosti výsledkov daných metód cieľ práce za splnený. Diplomová práca bola pre mňa veľkým prínosom a myslím s, že som si danú problematiku vybral správne. Získal som mnoho ďalších poznatkov o tejto problematike a zistil som, že sa jedná o veľmi zaujímavý, ale náročný obor. V budúcnosti by som rád v tomto obore pokračoval a získal viac skúseností a praxe, ktoré sú nevyhnutnosťou v tejto problematike.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY

- DAMODARAN, Aswath, c2011. *The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit*. Hoboken: John Wiley & Sons. ISBN 9781118004777.
- DLUHOŠOVÁ, Dana at al., 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, Iloceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-68-2.
- FOTR, Jiří, 1999. *Strategické finanční plánování*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-716-9694-3.
- HNILICA, Jiří a Jiří FOTR, 2007. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2560-4.
- HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ, 2009. *Finance podniku: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika. ISBN 978-80-7357-492-5.
- IVS, 2007. *International Valuation Standard*. IVSC, London.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2010. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-194-9.
- KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3349-4.
- KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. ISBN 978-247-2865-0
- KRISHNA G. PALEPU, Krishna G.Victor L, 1996. *Business analysis: using financial statements*. Cincinnati Ohio: South-Western. ISBN 05-388-6617-9.
- MAŘÍK, Miloš, 2010. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ, 2007. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Vyd. 1. Oeconomica. ISBN 978-80-245-1242-6.
- MAŘÍKOVÁ, Pavla a Miloš MAŘÍK, 2001. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress. ISBN 80-861-1936-X.
- NÝVLTOVÁ, Romana a Pavel MARINIČ, 2010. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-3158-2.

SABOLOVIČ, Mojmir, 2008. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola. ISBN 978-80-87001-13-4.

SEDLÁČKOVÁ, Helena, 2000. *Strategická analýza*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-717-9422-8.

ŠIMAN, Josef a Petera, Petr, 2010. *Financování podnikatelských subjektů*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-117-8.

VOCHOZKA, Marek, 2011. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3647-1.

Internetové zdroje:

Analytické materiály a statistiky: Ministerstvo průmyslu a obchodu [online], ©2005. [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>

Cemmac [online]. [cit. 2015-04-1]. Dostupné z: <http://cemmac.sk/main>

Česká národní banka [online]. [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

Damodaran Online [online], ©2015. [cit. 2015-04-15]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Makroekonomické prognózy: Ministerstvo financí [online], ©2012 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=112>

Statistical data warehouse: ECB [online]. [cit. 2015-04-15]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Štatistický úrad Slovenskej republiky [online]. [cit. 2015-04-26]. Dostupné z: http://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/home!/ut/p/b1/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOIDzT0tnJwMHQ0s_IJcDTxDHAPcg7xMDA1MTIEKIoEKDHAARwNC-sP1o8BKnN0dPUzMfQwMLHzcTQ08HT1CgywDjY0NHI2hCvBY4eeRn5uqX5AbYZBl4qgIAL9TbiU!/dl4/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/

Ostatné zdroje:

Interné materiály spoločnosti Cemmac, a.s.

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

A	Aktíva
CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
CF	Cash Flow
CK	Cudzí kapitál
CZ	Cudzie zdroje
CZ-NACE	Klasifikácia ekonomických činností ČR
ČNB	Česká národná banka
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČR	Česká republika
ČZ	Čistý zisk
DM	Dlhodobý majetok
DPT	Diskontovaný peňažný tok
EBIT	Zisk pred úrokmi a zdanením
EBT	Zisk pred zdanením
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
FCF	Voľný peňažný tok
FCFE	Voľný peňažný tok pre vlastníkov
FCFF	Voľný peňažný tok pre vlastníkov a veriteľov
FM	Finančný majetok
KBU	Krátkodobé bankové úvery
KPVH	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
KZ	Krátkodobé záväzky
MPO	Ministerstvo priemyslu a obchodu ČR
MVA	Pridaná hodnota trhom

NOA	Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Prevádzkový zisk po zdanení
NÚ	Nákladové úroky
OA	Obežné aktíva
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
SK-NACE	Klasifikácia ekonomických činností SR
T	Tržby
UM	Úroková miera
ÚZ	Úplatné zdroje
V	Výnosy
VH	Výsledok hospodárenia
VK	Vlastný kapitál
WACC	Priemerné náklady kapitálu

ZOZNAM OBRÁZKOV

<i>Obr. 1: Analýza vývoja potenciálu podniku (Mařík, 2007, s. 56).....</i>	<i>30</i>
<i>Obr. 2: Organizačná štruktúra firmy Cemmac, a.s.(zdroj: vlastné spracovanie)</i>	<i>55</i>
<i>Obr. 3: Predaj cementu spoločnosti Cemmac, a.s. na Slovensku a v zahraničí (v tonách).....</i>	<i>57</i>
<i>Obr. 4: Vývoj výsledku hospodárenia za účtovné obdobie, EBT a EBIT</i>	<i>72</i>
<i>Obr. 5: Výsledky Z-skóre pre roky 2010 až 2014 (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	<i>79</i>

ZOZNAM TABULIEK

<i>Tab. 1: Schéma výpočtu FCF metódou DCF entity (zdroj: Mařík, 2007, s. 170)</i>	40
<i>Tab. 2: Schéma výpočtu FCF metódou DCF equity (zdroj: Mařík, 2007, s. 205)</i>	43
<i>Tab. 3: Schéma výpočtu hodnoty vlastného kapitálu prostredníctvom metódy EVA (zdroj: Mařík, 2007, s. 295)</i>	48
<i>Tab. 4.: Vývoj tržieb odvetvia výroby ostatných nekovových minerálnych výrobkov v SR (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	58
<i>Tab. 5: Vývoj tržieb odvetvia výroby ostatných nekovových minerálnych výrobkov v ČR (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	58
<i>Tab. 6: Súčet vývoja tržieb odvetvia v SR a ČR (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	59
<i>Tab. 7: Analýza atraktivita trhu (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	61
<i>Tab. 8: Príležitosti a hrozby relevantného trhu</i>	61
<i>Tab. 9: Vývoj relevantného trhu (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	62
<i>Tab. 10: Vývoj tržného podielu podniku Cemmac, a.s. (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	63
<i>Tab. 11: Analýza konkurenčnej sily podniku (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	66
<i>Tab. 12: Prognóza tržieb (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	67
<i>Tab. 13: Vývoj výsledku hospodárenia (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	72
<i>Tab. 14: Vývoj cash flow (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	73
<i>Tab. 15: Ukazovatele rentability spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	74
<i>Tab. 16: Ukazovatele likvidity spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	75
<i>Tab. 17: Ukazovatele aktivity spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj. :vlastné spracovanie)</i>	76
<i>Tab. 18: Ukazovatele zadlženosti spoločnosti Cemmac, a.s. a odvetvia (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	77
<i>Tab. 19: Výpočet Altmanovho Z-skóre (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	79
<i>Tab. 20: Výpočet indexu IN05 (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	80
<i>Tab. 21: Prevádzkovo nutný finančný majetok pre roky 2010 - 2012 (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	81
<i>Tab. 22: Prevádzkovo nutný investovaný kapitál v rokoch 2010 – 2012 (zdroj: vlastné spracovanie)</i>	82

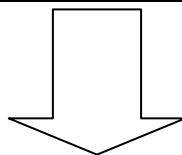
<i>Tab. 23: Výpočet korigovaného prevádzkového VH pre roky 2010 až 2014 (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>82</i>
<i>Tab. 24: Plán výkazu zisku a strát (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>83</i>
<i>Tab. 25: Plán súvahy (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>85</i>
<i>Tab. 26: Vybrané ukazovatele finančnej analýzy v plánovaných rokoch (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>87</i>
<i>Tab. 27: Cieľová kapitálová štruktúra v plánovanom období (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>88</i>
<i>Tab. 28: Výpočet nákladov na VK – Model CAPM s náhradnými odhadmi β (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>89</i>
<i>Tab. 29: CAPM na základe fin. a obchod. rizika (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>90</i>
<i>Tab. 30: Stavebnicová metóda INFA pre určenie nákladov na VK (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>91</i>
<i>Tab. 31: Výsledný náklad na VK (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>91</i>
<i>Tab. 32: Výpočet Prevádzkovo nutného FM pre obdobie plánu (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>92</i>
<i>Tab. 33: Prevádzkovo nutný investovaný kapitál v období plánu (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>92</i>
<i>Tab. 34: Korigovaný výsledok hospodárenia v období plánu (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>93</i>
<i>Tab. 35: Voľné peňažné toky pre vlastníkov a veriteľov v 1. fáze (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>94</i>
<i>Tab. 36: Hodnota druhej fázy a výsledná hodnota spoločnosti (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>95</i>
<i>Tab. 37: Výpočet hodnoty firmy z EVA – 1.fáza (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>96</i>
<i>Tab. 38: Výpočet hodnoty spoločnosti z EVA (zdroj: vlastné spracovanie).....</i>	<i>97</i>

ZOZNAM PRÍLOH

- PI Výpočet prognózy vývoja relevantného trhu
- PII Analýza najväčších konkurentov v odvetví
- PIII Súvaha spoločnosti Cemmac, a.s.
- PIV Výkaz zisku a strát spoločnosti Cemmac, a.s.
- PV Horizontálna analýza súvahy
- PVI Vertikálna analýza súvahy
- PVII Vertikálna analýza výnosov a nákladov

PRÍLOHA P I: VÝPOČET PROGNÓZY VÝVOJA RELEVANTNÉHO TRHU

	Roky	vývoj HDP v ČR (v mld. CZK)	kurz (CZK/EUR)	konverze HDP v mld €	vývoj HDP v SR (mld. €)
Skutočnosť	2007	3 832	26,62	143,9451165	54,8
	2008	4 015	26,93	149,1030821	64,8
	2009	3 922	26,465	148,1891933	63,3
	2010	3 954	25,06	157,7673982	65,91
	2011	4 022	25,8	155,9073643	68,97
	2012	4 048	25,14	161,0053699	71,1
	2013	4 086	27,425	148,9976299	72,13
	2014	4 284	27,725	154,5175834	75,1
predikcia	2015	4 509	27,5	163,9636364	77,3
	2016	4 698	27,4	171,459854	79,2
	2017	4 780	26,9	177,6951673	81,2
	2018	4 820	26,8	179,8507463	84,0



	Roky	Súčet HDP pro ČR a SR	Tempo rastu HDP	relevantný trh v SR a ČR (tis €)	Tempo rastu relevantného trhu
skutočnosť	2007	198,7451165		6 284 180	
	2008	213,9030821	7,63%	6 042 793	-3,84%
	2009	211,4891933	-1,13%	4 695 536	-22,30%
	2010	223,6773982	5,76%	4 530 341	-3,52%
	2011	224,8773643	0,54%	4 688 794	3,50%
	2012	232,1053699	3,21%	4 852 281	3,49%
	2013	221,1276299	-4,73%	4 423 227	-8,84%
	2014	229,6413558	3,85%	4 506 259	1,88%
predikcia	2015	241,2745908	5,07%	4 679 289	3,84%
	2016	250,658854	3,89%	4 719 798	0,87%
	2017	258,8741673	3,28%	4 758 940	0,83%
	2018	263,8707463	1,93%	4 760 635	0,04%

PRÍLOHA P II: ANALÁZA NAJVÄČŠÍCH KONKURENTOV V ODVETVÍ

Považská cementáreň, a.s. Ladce

v EUR	2010	2011	2012	2013
tržby	45 567 887	49 634 116	50 498 099	49 390 945
rast tržieb		8,92%	1,74%	-2,19%
zisk	1 362 991	424 371	68 838	267 765
zisková marža	2,99%	0,85%	0,14%	0,54%
VK	64 665 560	64 886 530	64 360 401	63 611 221
ROE	2,11%	0,65%	0,11%	0,42%

Holcim (Slovensko) a.s. (Cementáreň Rohožník)

v EUR	2010	2011	2012	2013
tržby	x	110 238 911	90 898 141	125 380 539
rast tržieb	x	x	-17,54%	37,94%
zisk	x	8 701 096	12 284 539	-23 342 354
zisková marža	x	7,89%	13,51%	-18,62%
VK	x	75 536 230	73 964 889	50 225 872
ROE	x	11,52%	16,61%	-46,47%

Českomoravský cement, a.s.

v tis. CZK	2010	2011	2012	2013
tržby	3 145 225	3 241 656	2 828 042	2 662 162
rast tržieb		3,07%	-12,76%	-5,87%
zisk	1 055 006	424 371	776 753	586 587
zisková marža	33,54%	13,09%	27,47%	22,03%
VK	5 271 623	5 022 594	4 881 454	4 698 577
ROE	20,01%	8,45%	15,91%	12,48%
Kurz CZK/EUR	25,06	25,80	25,14	27,43
tržby v EUR	125 507 781	125 645 581	112 491 726	97 070 629

Cemmac, a.s.

v EUR	2010	2011	2012	2013
tržby	34 997 183	32 324 019	28 989 655	31 525 286
rast tržieb		-7,64%	-10,32%	8,75%
zisk	3 153 249	1 613 928	475 084	2 263 192
zisková marža	9,01%	4,99%	1,64%	7,18%
VK	27 325 383	25 408 748	24 677 032	24 681 429
ROE	11,54%	6,35%	1,93%	9,17%

PRÍLOHA P III: SÚVAHA SPOLOČNOSTI CEMMAC A.S.

(v EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
AKTÍVA CELKOM	41 827 732	42 703 982	39 801 545	37 509 754	38 654 684
Pohľadávky za upísaný základný kapitál	0	0	0	0	0
Dlhodobý majetok	24 340 428	22 788 454	21 853 203	20 064 776	19 046 574
<i>Dlhodobý nehmotný majetok</i>	820 921	595 063	446 504	363 465	381 219
Software	369 152	182 918	73 983	30 004	50 499
Iný dlhodobý nehmotný majetok	451 769	412 145	372 521	333 461	330 720
<i>Dlhodobý hmotný majetok</i>	23 519 507	22 193 391	21 406 699	19 701 311	18 665 355
Pozemky	342 538	342 538	342 538	342 538	342 538
Stavby	12 189 377	11 132 396	10 128 640	9 612 784	8 911 636
Samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí	8 316 638	7 181 957	6 683 203	6 379 663	6 886 906
Iný dlhodobý hmotný majetok	233 764	222 872	211 980	201 085	193 395
Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok	2 394 972	3 313 628	4 040 338	3 165 241	2 330 880
Poskytnuté zálohy na DHM	42 218	0	0	0	0
<i>Dlhodobý finančný majetok</i>	0	0	0	0	0
Obežné aktíva	17 480 437	19 880 592	17 919 579	17 416 630	19 588 737
<i>Zásoby</i>	8 692 586	9 405 325	9 014 393	8 951 679	7 567 829
Materiál	6 207 895	6 477 827	6 150 538	6 442 294	5 453 361
Nedokončená výroba a polotovary	1 836 532	2 301 208	2 114 261	1 866 670	1 517 265
Výrobky	648 159	626 290	749 594	642 715	597 203
<i>Dlhodobé pohľadávky</i>	56 761	99 892	171 996	52 080	176 404
Pohľadávky z obchodných vzťahov	0	0	0	30 603	25 203
Odložená daňová pohľadávka	56 761	99 892	171 996	21 477	151 201
<i>Krátkodobé pohľadávky</i>	3 741 029	4 131 841	4 197 790	3 709 096	3 982 178
Pohľadávky z obchodných vzťahov	3 062 150	3 666 881	3 912 626	3 528 558	3 842 263
Štát - daňové pohľadávky	674 723	460 308	279 955	174 629	130 141
Iné pohľadávky	4 156	4 652	5 209	5 909	9 774
<i>Krátkodobý finančný majetok</i>	4 990 061	6 243 534	4 535 400	4 703 775	7 862 326
Peniaze	19 600	29 724	24 615	20 386	21 278
Účty v bankách	1 058 031	989 245	1 533 144	2 829 545	6 201 429
Krátkodobé cenné papiere a podiely	3 912 430	5 224 565	2 977 641	394 065	1 639 619
Obstaraný krátkodobý finančný majetok	0	0	0	1 459 779	0
Ostatné aktíva - prechodné účty aktív	6 867	34 936	28 763	28 348	19 373
<i>Časové rozlíšenie</i>	6 867	34 936	28 763	28 348	19 373
Náklady budúcich období	6 867	34 936	28 763	28 348	19 373

(v EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
PASÍVA CELKOM	41 827 732	42 703 982	39 801 545	37 509 754	38 654 684
Vlastný kapitál	27 325 383	25 408 748	24 677 032	24 681 429	25 608 386
<i>Základný kapitál</i>	16 414 080	16 414 080	16 414 080	16 414 080	16 414 080
Základný kapitál	16 414 080	16 414 080	16 414 080	16 414 080	16 414 080
<i>Kapitálové fondy</i>	2 898 406	2 898 407	2 898 407	2 898 407	2 898 406
Emisné ážio	2 310 728	2 310 728	2 310 728	2 310 728	2 310 728
Ostatné kapitálové fondy	587 678	587 679	587 679	587 679	587 678
<i>Rezervné fondy, nedeliteľný fond a ostatné fondy zo</i>	3 961 245	3 961 245	3 961 245	3 961 245	3 961 245
Zákonný rezervný fond / nedeliteľný fond	2 884 954	2 884 954	2 884 954	2 884 954	2 884 954
Štatutárne a ostatné fondy	1 076 291	1 076 291	1 076 291	1 076 291	1 076 291
<i>Výsledok hospodárenia minulých rokov</i>	1 509 570	588 483	1 155 973	-325 952	28 470
Nerozdelený zisk minulých rokov	1 509 570	588 483	1 155 973	35 005	28 470
Neuhradená strata minulých rokov	0	0	0	-360 957	0
<i>Výsledok hospodárenia bežného úč.obd. (+/-)</i>	2 542 082	1 546 533	247 327	1 733 649	2 306 185
Cudzíe zdroje	14 502 349	16 873 990	14 703 604	12 700 581	13 037 343
<i>Rezervy</i>	4 666 113	5 324 011	2 809 848	2 071 667	1 912 524
Rezervy podľa osobitných právnych predpisov	4 575 107	5 005 048	2 731 283	1 974 046	1 802 835
Ostatné rezervy	91 006	318 963	78 565	97 621	109 689
<i>Dlhodobé záväzky</i>	870 766	822 659	1 127 064	1 445 277	1 388 866
Iné záväzky	34 095	31 503	36 083	11 254	6 532
Odložený daňový záväzok	836 671	791 156	1 090 981	1 434 023	1 382 334
<i>Krátkodobé záväzky</i>	1 965 470	3 727 320	3 766 692	3 683 637	4 235 953
Záväzky z obchodných vzťahov	1 399 634	3 239 768	3 307 285	2 931 360	3 439 764
Záväzky voči spoločníkom, členom družstva ak účastníkom združenia	59 856	38 977	27 925	13 905	10 606
Záväzky k zamestnancom	263 325	200 954	233 707	186 952	167 903
Záväzky zo sociálneho zabezpečenia a ZP	131 698	123 943	127 293	122 746	111 713
Štát - daňové záväzky a dotácie	44 695	81 724	37 878	418 317	499 421
Dohadné účty pasívne	33 054	29 951	22 607	0	0
Iné záväzky	33 208	12 003	9 997	10 357	6 546
<i>Bankové úvery a výpomoci</i>	7 000 000	7 000 000	7 000 000	5 500 000	5 500 000
Krátkodobé bankové úvery	7 000 000	7 000 000	7 000 000	5 500 000	5 500 000
Ostatné pasíva a prechodné účty pasív	0	421 244	420 909	127 744	8 955
<i>Časové rozlíšenie</i>	0	421 244	420 909	127 744	8 955
Výnosy budúcich období	0	421 244	420 909	127 744	8 955

PRÍLOHA PIV – VÝKAZ ZISKU A STRÁT SPOLOČNOSTI
CEMMAC, A.S.

(v EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby z predaja zbožia	0	0	0	87 709	1 954 486
Náklady vynaložené na predané zboží	0	0	0	87 709	1 601 217
<i>Obchodná marža</i>	0	0	0	0	353 269
Výkony	34 993 183	32 324 019	28 989 655	31 437 577	30 576 355
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	34 699 577	31 837 368	28 941 557	31 735 607	30 971 273
Zmena stavu zásob vlastných činností	219 534	442 807	-63 643	-354 469	-394 918
Aktivácie	74 072	43 844	111 741	56 439	0
Výkonná spotreba	23 797 389	22 280 608	20 755 951	21 179 162	20 826 249
Spotreba materiálov a energie	18 413 152	16 852 144	16 208 826	16 525 212	16 653 528
Služby	5 384 237	5 428 464	4 547 125	4 653 950	4 172 721
<i>Pridaná hodnota</i>	<i>11 195 794</i>	<i>10 043 411</i>	<i>8 233 704</i>	<i>10 258 415</i>	<i>10 103 375</i>
Osobné náklady	5 492 659	4 774 976	5 054 513	4 436 546	3 881 044
Mzdové náklady	4 111 618	3 415 690	3 638 069	3 141 603	2 760 727
Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva	630	1 155	0	0	0
Náklady na sociálne zabezpečenie a zdrav. poi.	1 156 148	1 105 203	1 098 431	1 054 798	946 956
Sociálne náklady	224 263	252 928	318 013	240 145	173 361
Dane a poplatky	294 181	373 216	344 397	320 512	293 269
Odpisy DHM a DNM	3 383 487	3 138 517	2 682 670	2 670 397	2 401 987
Tržby z predaja dlhodobého majetku a materiálu	851 365	266 367	518 189	256 584	284 791
Zostatková cena pred. dl. majetku a materiálu	418 938	236 036	232 775	233 264	183 691
Predaný materiál	418 938	236 036	232 775	233 264	183 691
Zmena stavu rezerv a opr. položiek v prevádzkovej oblasti a komplexných nákladov budúcich období	112 614	43 693	19 070	128 847	168 864
Ostatné prevádzkové výnosy	5 352 015	5 287 940	3 520 502	1 786 610	1 734 614
Ostatné prevádzkové náklady	4 588 869	5 175 785	3 012 773	2 003 848	2 015 200
Prevádzkový výsledok hospodárenia	3 108 426	1 855 495	926 197	2 508 195	3 178 725
Tržby z predaja cenných papierov a podielov	3 080 431	0	639 120	0	0
Predané cenné papiere a vklady	2 751 730	0	923 602	0	0
<i>Výnosy z dlhodobého finančného majetku</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Výnosové úroky	560	516	196	70	2 575
Nákladové úroky	263 574	200 591	151 612	178 234	163 010
Ostatné finančné výnosy	39 607	13 035	18 478	6 710	33 450
Ostatné finančné náklady	60 471	54 527	33 693	73 549	71 533
Finančný výsledok hospodárenia	44 823	-241 567	-451 113	-245 003	-198 518
<i>Daň z príjmu za bežnú činnosť</i>	<i>611 167</i>	<i>67 395</i>	<i>227 757</i>	<i>529 543</i>	<i>674 022</i>
- splatná	107 124	156 041	36	396 938	855 435
- odložená	504 043	-88 646	227 721	132 605	-181 413
Výsledok hospodárenia za bežnú činnosť	2 542 082	1 546 533	247 327	1 733 649	2 306 185
Mimoriádne výnosy	0	0	0	0	0
Mimoriádne náklady	0	0	0	0	0
<i>Daň z príjmu z mimoriádnej činnosti</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Mimoriádny výsledok hospodárenia	0	0	0	0	0
Prevod poddielu na hosp. výsledku spoločníkov	0	0	0	0	0
Výsledok hospodárenia za účtetné obdobie (+/-)	2 542 082	1 546 533	247 327	1 733 649	2 306 185
Výsledok hospodárenia pred zdanením	3 153 249	1 613 928	475 084	2 263 192	2 980 207

PRÍLOHA PV – HORIZONTÁLNA ANALÝZA SÚVAHY

Súvaha					
	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2010/2014
AKTÍVA SPOLU	2,09%	-6,80%	-5,76%	3,05%	-7,59%
Pohľadávky za upísaný základný kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlhodobý majetok	-6,38%	-4,10%	-8,18%	-5,07%	-21,75%
Dlhodobý nehmotný majetok	-27,51%	-24,97%	-18,60%	4,88%	-53,56%
<i>Software</i>	-50,45%	-59,55%	-59,44%	68,31%	-86,32%
<i>Iný dlhodobý nehmotný majetok</i>	-8,77%	-9,61%	-10,49%	-0,82%	-26,79%
Dlhodobý hmotný majetok	-5,64%	-3,54%	-7,97%	-5,26%	-20,64%
<i>Pozemky</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Stavby</i>	-8,67%	-9,02%	-5,09%	-7,29%	-26,89%
<i>Samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí</i>	-13,64%	-6,94%	-4,54%	7,95%	-17,19%
<i>Iný dlhodobý hmotný majetok</i>	-4,66%	-4,89%	-5,14%	-3,82%	-17,27%
<i>Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok</i>	38,36%	21,93%	-21,66%	-26,36%	-2,68%
<i>Poskytnuté zálohy na DHM</i>	-100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
Dlhodobý finančný majetok	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Oběžné aktíva	13,73%	-9,86%	-2,81%	12,47%	12,06%
Zásoby	8,20%	-4,16%	-0,70%	-15,46%	-12,94%
<i>Materiál</i>	4,35%	-5,05%	4,74%	-15,35%	-12,15%
<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	25,30%	-8,12%	-11,71%	-18,72%	-17,38%
<i>Výrobky</i>	-3,37%	19,69%	-14,26%	-7,08%	-7,86%
Dlhodobé pohľadávky	75,99%	72,18%	-69,72%	238,72%	210,78%
<i>Pohľadávky z obchodných vzťahov</i>	0,00%	0,00%	0,00%	-17,65%	0,00%
<i>Odložená daňová pohľadávka</i>	75,99%	72,18%	-87,51%	604,01%	166,38%
Krátkodobé pohľadávky	10,45%	1,60%	-11,64%	7,36%	6,45%
<i>Pohľadávky z obchodných vzťahov</i>	19,75%	6,70%	-9,82%	8,89%	25,48%
<i>Štát - daňové pohľadávky</i>	-31,78%	-39,18%	-37,62%	-25,48%	-80,71%
<i>Iné pohľadávky</i>	11,93%	11,97%	13,44%	65,41%	135,18%
Krátkodobý finančný majetok	25,12%	-27,36%	3,71%	67,15%	57,56%
<i>Peniaze</i>	51,65%	-17,19%	-17,18%	4,38%	8,56%
<i>Účty v bankách</i>	-6,50%	54,98%	84,56%	119,17%	486,13%
<i>Krátkodobé cenné papiere a podiely</i>	33,54%	-43,01%	-86,77%	316,08%	-58,09%
<i>Obstaraný krátkodobý finančný majetok</i>	0,00%	0,00%	100,00%	-100,00%	0,00%
Ostatné aktíva - prechodné účty aktív	408,75%	-17,67%	-1,44%	-31,66%	182,12%
<i>Časové rozlíšenie</i>	408,75%	-17,67%	-1,44%	-31,66%	182,12%
<i>Náklady budúcich období</i>	408,75%	-17,67%	-1,44%	-31,66%	182,12%

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2010/2014
PASÍVA SPOLU	2,09%	-6,80%	-5,76%	3,05%	-7,59%
Vlastný kapitál	-7,01%	-2,88%	0,02%	3,76%	-6,28%
Základní kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Základný kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Emisné ážio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatné kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Rezervné fondy, nedeliteľný fond a ostatné fondy zo zisku	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zákonný rezervný fond / nedeliteľný fond	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Štatutárne a ostatné fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výsledok hospodárenia minulých rokov	-61,02%	96,43%	-128,20%	-108,73%	-98,11%
Nerozdelený zisk minulých rokov	-61,02%	96,43%	-96,97%	-18,67%	-98,11%
Neuhradená strata minulých rokov	0,00%	0,00%	0,00%	-100,00%	0,00%
Výsledok hospodárenia bežného úč.obd. (+/-)	-39,16%	-84,01%	600,95%	33,02%	-9,28%
Cudzíe zdroje	16,35%	-12,86%	-13,62%	2,65%	-10,10%
Rezervy	14,10%	-47,22%	-26,27%	-7,68%	-59,01%
Rezervy podľa osobitných právnych predpisov	9,40%	-45,43%	-27,72%	-8,67%	-60,59%
Ostatné rezervy	250,49%	-75,37%	24,26%	12,36%	20,53%
Dlhodobé záväzky	-5,52%	37,00%	28,23%	-3,90%	59,50%
Iné záväzky	-7,60%	14,54%	-68,81%	-41,96%	-80,84%
Odložený daňový záväzok	-5,44%	37,90%	31,44%	-3,60%	65,22%
Krátkodobé záväzky	89,64%	1,06%	-2,20%	14,99%	115,52%
Záväzky z obchodných vzťahov	131,47%	2,08%	-11,37%	17,34%	145,76%
Záväzky voči spoločníkom, členom družstva a k účastníkom združenia	-34,88%	-28,36%	-50,21%	-23,73%	-82,28%
Záväzky k zamestnancom	-23,69%	16,30%	-20,01%	-10,19%	-36,24%
Záväzky zo sociálneho zabezpečenia a ZP	-5,89%	2,70%	-3,57%	-8,99%	-15,17%
Štát - daňové záväzky a dotácie	82,85%	-53,65%	1004,38%	19,39%	1017,40%
Dohadné účty pasívne	-9,39%	-24,52%	-100,00%	0,00%	-100,00%
Iné záväzky	-63,86%	-16,71%	3,60%	-36,80%	-80,29%
Bankové úvery a výpomoci	0,00%	0,00%	-21,43%	0,00%	-21,43%
Krátkodobé bankové úvery	0,00%	0,00%	-21,43%	0,00%	-21,43%
Ostatné pasíva a prechodné účty pasív	0,00%	-0,08%	-69,65%	-92,99%	0,00%
Časové rozlíšenie	100,00%	-0,08%	-69,65%	-92,99%	0,00%
Výnosy budúcich období	100,00%	-0,08%	-69,65%	-92,99%	0,00%

PRÍLOHA PVI – VERTIKÁLNA ANALÝZA SÚVAHY

Rozvaha	2010	2011	2012	2013	2014
AKTÍVA SPOLU	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pohľadávky za upísaný základný kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlhodobý majetok	58,19%	53,36%	54,91%	53,49%	49,27%
Dlhodobý nehmotný majetok	1,96%	1,39%	1,12%	0,97%	0,99%
<i>Software</i>	0,88%	0,43%	0,19%	0,08%	0,13%
<i>Iný dlhodobý nehmotný majetok</i>	1,08%	0,97%	0,94%	0,89%	0,86%
Dlhodobý hmotný majetok	56,23%	51,97%	53,78%	52,52%	48,29%
<i>Pozemky</i>	0,82%	0,80%	0,86%	0,91%	0,89%
<i>Stavby</i>	29,14%	26,07%	25,45%	25,63%	23,05%
<i>Samostatné hnutelné veci a súbory hnutelných vecí</i>	19,88%	16,82%	16,79%	17,01%	17,82%
<i>Iný dlhodobý hmotný majetok</i>	0,56%	0,52%	0,53%	0,54%	0,50%
<i>Obstarávaný dlhodobý hmotný majetok</i>	5,73%	7,76%	10,15%	8,44%	6,03%
<i>Poskytnuté zálohy na DHM</i>	0,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dlhodobý finančný majetok	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Obežné aktíva	41,79%	46,55%	45,02%	46,43%	50,68%
Zásoby	20,78%	22,02%	22,65%	23,86%	19,58%
<i>Materiál</i>	14,84%	15,17%	15,45%	17,17%	14,11%
<i>Nedokončená výroba a polotovary</i>	4,39%	5,39%	5,31%	4,98%	3,93%
<i>Výrobky</i>	1,55%	1,47%	1,88%	1,71%	1,54%
Dlhodobé pohľadávky	0,14%	0,23%	0,43%	0,14%	0,46%
<i>Pohľadávky z obchodných vzťahov</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,08%	0,07%
<i>Odložená daňová pohľadávka</i>	0,14%	0,23%	0,43%	0,06%	0,39%
Krátkodobé pohľadávky	8,94%	9,68%	10,55%	9,89%	10,30%
<i>Pohľadávky z obchodných vzťahov</i>	7,32%	8,59%	9,83%	9,41%	9,94%
<i>Štát - daňové pohľadávky</i>	1,61%	1,08%	0,70%	0,47%	0,34%
<i>Iné pohľadávky</i>	0,01%	0,01%	0,01%	0,02%	0,03%
Krátkodobý finančný majetok	11,93%	14,62%	11,40%	12,54%	20,34%
<i>Peniaze</i>	0,05%	0,07%	0,06%	0,05%	0,06%
<i>Účty v bankách</i>	2,53%	2,32%	3,85%	7,54%	16,04%
<i>Krátkodobé cenné papiere a podiely</i>	9,35%	12,23%	7,48%	1,05%	4,24%
<i>Obstaraný krátkodobý finančný majetok</i>	0,00%	0,00%	0,00%	3,89%	0,00%
Ostatné aktíva - prechodné účty aktív	0,02%	0,08%	0,07%	0,08%	0,05%
<i>Časové rozlíšenie</i>	0,02%	0,08%	0,07%	0,08%	0,05%
<i>Náklady budúcich období</i>	0,02%	0,08%	0,07%	0,08%	0,05%

	2010	2011	2012	2013	2014
PASÍVA SPOLU	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastný kapitál	65,33%	59,50%	62,00%	65,80%	66,25%
Základný kapitál	39,24%	38,44%	41,24%	43,76%	42,46%
<i>Základný kapitál</i>	<i>39,24%</i>	<i>38,44%</i>	<i>41,24%</i>	<i>43,76%</i>	<i>42,46%</i>
Kapitálové fondy	6,93%	6,79%	7,28%	7,73%	7,50%
<i>Emisné ážio</i>	<i>5,52%</i>	<i>5,41%</i>	<i>5,81%</i>	<i>6,16%</i>	<i>5,98%</i>
<i>Ostatné kapitálové fondy</i>	<i>1,40%</i>	<i>1,38%</i>	<i>1,48%</i>	<i>1,57%</i>	<i>1,52%</i>
Rezervné fondy, nedeliteľný fond a ostatné fondy zo zisku	9,47%	9,28%	9,95%	10,56%	10,25%
<i>Zákonný rezervný fond / nedeliteľný fond</i>	<i>6,90%</i>	<i>6,76%</i>	<i>7,25%</i>	<i>7,69%</i>	<i>7,46%</i>
<i>Štatutárne a ostatné fondy</i>	<i>2,57%</i>	<i>2,52%</i>	<i>2,70%</i>	<i>2,87%</i>	<i>2,78%</i>
Výsledok hospodárenia minulých rokov	3,61%	1,38%	2,90%	-0,87%	0,07%
<i>Nerozdelený zisk minulých rokov</i>	<i>3,61%</i>	<i>1,38%</i>	<i>2,90%</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,07%</i>
<i>Neuhradená strata minulých rokov</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>	<i>-0,96%</i>	<i>0,00%</i>
Výsledok hospodárenia bežného úč.obd. (+/-)	6,08%	3,62%	0,62%	4,62%	5,97%
Cudzíe zdroje	34,67%	39,51%	36,94%	33,86%	33,73%
Rezervy	11,16%	12,47%	7,06%	5,52%	4,95%
<i>Rezervy podľa osobitných právnych predpisov</i>	<i>10,94%</i>	<i>11,72%</i>	<i>6,86%</i>	<i>5,26%</i>	<i>4,66%</i>
<i>Ostatné rezervy</i>	<i>0,22%</i>	<i>0,75%</i>	<i>0,20%</i>	<i>0,26%</i>	<i>0,28%</i>
Dlhodobé záväzky	2,08%	1,93%	2,83%	3,85%	3,59%
<i>Iné záväzky</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,07%</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,02%</i>
<i>Odložený daňový záväzok</i>	<i>2,00%</i>	<i>1,85%</i>	<i>2,74%</i>	<i>3,82%</i>	<i>3,58%</i>
Krátkodobé záväzky	4,70%	8,73%	9,46%	9,82%	10,96%
<i>Záväzky z obchodných vzťahov</i>	<i>3,35%</i>	<i>7,59%</i>	<i>8,31%</i>	<i>7,81%</i>	<i>8,90%</i>
<i>Záväzky voči spoločnikom, členom družstva a k účastníkom združení</i>	<i>0,14%</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,07%</i>	<i>0,04%</i>	<i>0,03%</i>
<i>Záväzky k zamestnancom</i>	<i>0,63%</i>	<i>0,47%</i>	<i>0,59%</i>	<i>0,50%</i>	<i>0,43%</i>
<i>Záväzky zo sociálneho zabezpečenia a ZP</i>	<i>0,31%</i>	<i>0,29%</i>	<i>0,32%</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,29%</i>
<i>Štát - daňové záväzky a dotácie</i>	<i>0,11%</i>	<i>0,19%</i>	<i>0,10%</i>	<i>1,12%</i>	<i>1,29%</i>
<i>Dohadné účty pasívne</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,07%</i>	<i>0,06%</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>Iné záväzky</i>	<i>0,08%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,02%</i>
Bankové úvery a výpomoci	16,74%	16,39%	17,59%	14,66%	14,23%
<i>Krátkodobé bankové úvery</i>	<i>16,74%</i>	<i>16,39%</i>	<i>17,59%</i>	<i>14,66%</i>	<i>14,23%</i>
Ostatné pasíva a prechodné účty pasív	0,00%	0,99%	1,06%	0,34%	0,02%
Časové rozlíšenie	0,00%	0,99%	1,06%	0,34%	0,02%
<i>Výnosy budúcich období</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,99%</i>	<i>1,06%</i>	<i>0,34%</i>	<i>0,02%</i>

PRÍLOHA PVII: HORIZONTÁLNA A VERTIKÁLNA ANALÝZA VÝNOSOV A NÁKLADOV

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2010/2014
Tržby za predaj tovaru	0,00%	0,00%	0,00%	2128,38%	100,00%
Výkony	-7,63%	-10,32%	8,44%	-2,74%	-12,62%
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	-8,25%	-9,10%	9,65%	-2,41%	-10,74%
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti	101,70%	-114,37%	456,96%	11,41%	-279,89%
Aktivácia	-40,81%	154,86%	-49,49%	-100,00%	-100,00%
Tržby z predaja dlhod. majetku a materiálu	-68,71%	94,54%	-50,48%	10,99%	-66,55%
Ostatné prevádzkové výnosy	-1,20%	-33,42%	-49,25%	-2,91%	-67,59%
Tržby z predaja cenných papierov a podielov	-100,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	-100,00%
Výnosové úroky	-7,86%	-62,02%	-64,29%	3578,57%	359,82%
Ostatné finančné výnosy	-67,09%	41,76%	-63,69%	398,51%	-15,55%
Výnosy celkom	-14,50%	-11,10%	-0,33%	3,01%	-21,96%

	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
Náklady vynaložené na predaný tovar	0,00%	0,00%	0,00%	1725,60%	100,00%
Výkonná spotreba	-6,37%	-6,84%	2,04%	-1,67%	-12,49%
Spotreba materiálu a energie	-8,48%	-3,82%	1,95%	0,78%	-9,56%
Služby	0,82%	-16,24%	2,35%	-10,34%	-22,50%
Osobné náklady	-13,07%	5,85%	-12,23%	-12,52%	-29,34%
Mzdové náklady	-16,93%	6,51%	-13,65%	-12,12%	-32,86%
Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva	83,33%	-100,00%	0,00%	0,00%	-100,00%
Náklady na sociálne zabezpečenie a zdrav. poi.	-4,41%	-0,61%	-3,97%	-10,22%	-18,09%
Sociálne náklady	12,78%	25,73%	-24,49%	-27,81%	-22,70%
Dane a poplatky	26,87%	-7,72%	-6,94%	-8,50%	-0,31%
Odpisy DHM a DNM	-7,24%	-14,52%	-0,46%	-10,05%	-29,01%
Zostatková cena pred. dl. majetku a materiálu	-43,66%	-1,38%	0,21%	-21,25%	-56,15%
Zmena stavu rezerv a opr. položiek v prevádzkovej oblasti a komplexných nákladov budúcich období	-61,20%	-56,35%	575,65%	31,06%	49,95%
Ostatné prevádzkové náklady	12,79%	-41,79%	-33,49%	0,57%	-56,09%
Predané cenné papiere a vklady	-100,00%	100,00%	-100,00%	0,00%	-100,00%
Nákladové úroky	-23,90%	-24,42%	17,56%	-8,54%	-38,15%
Ostatné finančné náklady	-9,83%	-38,21%	118,29%	-2,74%	18,29%
Daň z príjmu za bežnú činnosť	-88,97%	237,94%	132,50%	27,28%	10,28%
náklady celkom	-13,00%	-8,00%	-4,78%	1,38%	-22,73%

(v EUR)	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby za predaj tovaru	0,00%	0,00%	0,00%	0,26%	5,65%
Výkony	78,96%	85,30%	86,05%	93,63%	88,40%
Tržby za predaj vlastných výrobkov a služieb	78,29%	84,02%	85,91%	94,52%	89,54%
Zmena stavu zásob vlastnej činnosti	0,50%	1,17%	-0,19%	-1,06%	-1,14%
Aktivácia	0,17%	0,12%	0,33%	0,17%	0,00%
Tržby z predaja dlhod. majetku a materiálu	1,92%	0,70%	1,54%	0,76%	0,82%
Ostatné prevádzkové výnosy	12,08%	13,95%	10,45%	5,32%	5,02%
Tržby z predaja cenných papierov a podielov	6,95%	0,00%	1,90%	0,00%	0,00%
Výnosové úroky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Ostatné finančné výnosy	0,09%	0,03%	0,05%	0,02%	0,10%
Výnosy celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

	2010	2011	2012	2013	2014
Náklady vynaložené na predaný tovar	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%	4,96%
Výkonná spotreba	56,96%	61,30%	62,07%	66,51%	64,51%
Spotreba materiálu a energie	44,07%	46,36%	48,47%	51,89%	51,59%
Služby	12,89%	14,93%	13,60%	14,62%	12,93%
Osobné náklady	13,15%	13,14%	15,11%	13,93%	12,02%
Mzdové náklady	9,84%	9,40%	10,88%	9,87%	8,55%
Odmeny členom orgánov spoločnosti a družstva	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Náklady na sociálne zabezpečenie a zdrav. poi.	2,77%	3,04%	3,28%	3,31%	2,93%
Sociálne náklady	0,54%	0,70%	0,95%	0,75%	0,54%
Dane a poplatky	0,70%	1,03%	1,03%	1,01%	0,91%
Odpisy DHM a DNM	8,10%	8,63%	8,02%	8,39%	7,44%
Zostatková cena pred. dl. majetku a materiálu	1,00%	0,65%	0,70%	0,73%	0,57%
Zmena stavu rezerv a opr. položiek v prevádzkov	0,27%	0,12%	0,06%	0,40%	0,52%
Ostatné prevádzkové náklady	10,98%	14,24%	9,01%	6,29%	6,24%
Predané cenné papiere a vklady	6,59%	0,00%	2,76%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	0,63%	0,55%	0,45%	0,56%	0,50%
Ostatné finančné náklady	0,14%	0,15%	0,10%	0,23%	0,22%
Daň z príjmu za bežnú činnosť	1,46%	0,19%	0,68%	1,66%	2,09%
Náklady celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%