

Ocenění veřejně obchodovaného podniku pomocí vybraných valuačních metod

Bc. Andrea Špániková

Diplomová práce
2021



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2020/2021

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE (projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Bc. Andrea Špániková**
Osobní číslo: **M19014**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **Prezenční**
Téma práce: **Ocenění veřejně obchodovaného podniku pomocí vybraných valuačních metod**

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Vypracujte literární rešerši týkající se problematiky oceňování veřejně obchodovaných podniků.

II. Praktická část

- Proveďte strategickou a finanční analýzu vybraného veřejně obchodovaného podniku.
- Pomocí vybraných valuačních metod oceňte vybraný veřejně obchodovaný podnik.
- Na základě výsledků provedených analýz a ocenění formulujte investiční doporučení pro investory.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **Tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

KÖLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. Valuation: measuring and manage the value of companies. Sixth edition. Hoboken: Wiley, 2015, 825 s. ISBN 9781118873700.
MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 2018, 548 s. ISBN 9788087865385.
MASSARI, Mario, Gianfranco GIANFRATE a Laura ZANETTI. Corporate valuation: measuring the value of companies in turbulent times. Hoboken: Wiley, 2016, 496 s. ISBN 9781119003335.
PINTO, Jerald E. et al. Equity asset valuation. 3rd Edition. Hoboken: Wiley, 2015, 621 s. ISBN 9781119104629.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jana Přílučková, Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **15. ledna 2021**
Termín odevzdání diplomové práce: **20. dubna 2021**

L.S.

doc. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitelka ústavu

Ve Zlíně dne 15. ledna 2021

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové 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 práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl jsem seznámen s tím, že na moji diplomovou 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 užit své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-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 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 práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové práce jakýkoliv softwarový produkt, považují 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 práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval.
V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
2. že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně dne 20.8.2021

Andrea Špániková

.....
podpis diplomanta

ABSTRAKT

Cieľom tejto diplomovej práce je oceniť podnik pomocou vybraných metód a stanoviť investičné odporúčanie. Práca je rozdelená na tri časti. Teoretická časť obsahuje literárnu rešerš zameranú na problematiku oceňovania podniku a charakteristiku používaných metód. Praktická časť je rozdelená do dvoch častí, a to analytickej a projektovej. V analytickej časti je spoločnosť charakterizovaná a je v nej uskutočnená strategická a finančná analýza. V projektovej časti je zostavený strategický plán spoločnosti, určené a prognózované generátory hodnoty a prevádzkovo nutné a nenutné aktíva. Následne sú stanovené náklady na kapitál. V poslednej časti je uskutočnené ocenenie spoločnosti vybranými metódami a stanovené investičné rozhodnutie.

Kľúčové slová: oceňovanie, strategická analýza, finančná analýza, finančný plán, metódy oceňovania

ABSTRACT

The main aim of this master thesis is to determine a value of a company using selected valuation methods and formulate an investment decision. This thesis is divided into three parts. Theoretical part contains literature review focused on valuation issues and characteristics of the valuation methods. Practical part is divided into analytical part and project part. Analytical part consists of company characteristics and strategic and financial analysis. Company's strategic plan is included in project part, together with the projection of value generators and essential operating and non-operating assets. Subsequently, the cost of capital is determined. Valuation using selected valuation methods is performed in the last part followed up by investment decision.

Keywords: valuation, strategic analysis, financial analysis, financial plan, valuation methods

Touto cestou by som rada poďakovala všetkým ľuďom, ktorí boli súčasťou môjho päťročného štúdia. Samozrejme, vďaka patrí vedúcej mojej diplomovej práce Ing, Jane Přílučikovej, Ph.D., ktorá sa ma v rámci diplomovej práce ujala.

Veľká vďaka patrí, samozrejme, mojim rodičom a bratovi, ktorí ma počas štúdia neúnavne podporovali. Taktiež by som sa chcela poďakovať môjmu priateľovi, ktorý pre mňa bol najmä v posledných mesiacoch obrovskou oporou.

Motto: „*Ludia dnes poznajú cenu všetkého, ale hodnotu ničoho*“

- Oscar Wilde -

OBSAH

ÚVOD	11
CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE	13
I TEORETICKÁ ČÁST	15
1 CENA A HODNOTA	16
1.1 ZÁKLADNÉ PRINCÍPY TVORBY HODNOTY.....	17
1.2 ODHAD HODNOTY – VNÚTORNÁ A RELATÍVNA HODNOTA.....	17
1.3 DÔVODY OCEŇOVANIA.....	18
1.3.1 Oceňovania a portfólio management	18
1.3.2 Oceňovanie a analýza pri akvizícií.....	19
1.3.3 Oceňovanie a podnikové financie	19
2 KATEGÓRIE HODNOTY	20
2.1 TRŽNÁ HODNOTA	20
2.2 SUBJEKTÍVNA HODNOTA.....	20
2.3 OBJEKTIVIZOVANÁ HODNOTA	21
2.4 KOMPLEXNÝ PRÍSTUP NA ZÁKLADE KOLÍNSKEJ ŠKOLY	21
3 METÓDY OCEŇOVANIA	22
3.1 MAJETKOVÉ METÓDY	22
3.1.1 Metóda účtovnej hodnoty.....	23
3.1.2 Substitučná metóda	23
3.1.3 Likvidačná metóda	24
3.2 METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU.....	24
3.2.1 Metóda porovnateľných podnikov	25
3.2.2 Metóda porovnateľných transakcií.....	25
3.2.3 Porovnanie podnikov pre vstup na burzu.....	25
3.3 VÝNOSOVÉ METÓDY.....	25
3.3.1 Metóda diskontovaného peňažného Cash Flow (DCF)	26
3.3.2 Metóda DCF entity.....	26
3.3.3 Metóda DCF equity	31
3.3.4 Metóda DCF APV	32
3.3.5 Diskontná miera pri metódach DCF	32
4 FAKTOR ČASU A RIZIKA	35
4.1 VPLYV ČASU NA HODNOTU.....	35
4.2 RIZIKO A JEHO ROLA V OCEŇOVANÍ	36
4.2.1 Obchodné riziko	37
4.2.2 Finančné riziko.....	37
4.2.3 Prevádzkové riziko	38
4.3 SYSTEMATICKÉ A NESYSTEMATICKÉ RIZIKO	39
4.3.1 Systematické riziko	39

4.3.2	Nesystematické riziko	39
5	POSTUP OCEŇOVANIA	40
5.1	ZBER VSTUPNÝCH DÁT	40
5.2	STRATEGICKÁ ANALÝZA	41
5.3	FINANČNÁ ANALÝZA	41
5.3.1	Analýza pomerovými ukazovateľmi	42
5.3.2	Analýza absolútnych ukazovateľov	42
5.3.3	Pyramídový rozklad	42
5.4	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO NUTNÉ A NENUTNÉ.....	43
5.5	ANALÝZA A PROGNOZA GENERÁTOROV HODNOTY	43
5.6	FINANČNÝ PLÁN	44
6	ZHRNUTIE TEORETICKEJ ČASTI.....	46
II	PRAKTICKÁ ČASŤ.....	47
7	POPIS SPOLOČNOSTI	48
7.1	CIELE	49
7.2	AKVIZÍCIA COLT HOLDING COMPANY LLC	49
7.2.1	Dôvody akvizície	49
7.2.2	Predpokladané výsledky akvizície	50
7.2.3	Dohoda o akvizícií	51
8	LEGISLATÍVA	52
8.1	LEGISLATÍVA V EÚ A ČR.....	52
8.2	LEGISLATÍVA V USA.....	53
9	POPIS ODVETVIA.....	55
9.1	TRENDY V ODVETVÍ.....	55
9.1.1	3D tlač	55
9.1.2	Uhlíkové vlákna	55
9.1.3	Digitalizácia a IoT	55
9.1.4	Hybridné zbrane	56
9.2	TRENDY V RÁMCI SPOLOČNOSTI.....	56
9.2.1	Konfigurátor	56
9.2.2	Optika.....	56
10	SWOT ANALÝZA	57
10.1	SILNÉ STRÁNKY.....	57
10.2	PRÍLEŽITOSTI.....	57
10.3	SLABÉ STRÁNKY.....	57
10.4	HROZBY	57
11	RIZIKO	59
11.1	VEEMI NÍZKA A NÍZKA ÚROVEŇ RIZIKA	59

11.2	STREDNÁ ÚROVEŇ RIZIKA	60
11.3	VYSOKÁ ÚROVEŇ RIZIKA.....	61
11.4	VEEMI VYSOKÁ ÚROVEŇ RIZIKA.....	61
12	EKONOMICKÝ POHĽAD.....	62
12.1	EKONOMICKÝ CYKLUS	62
12.2	MIERA INFLÁCIE.....	64
12.3	MIERA NEZAMESTNANOSTI	65
12.4	VÝMENNÝ KURZ.....	67
13	DEMOGRAFICKÉ ROZDELENIE	68
14	POKRYTIE TRHOV	70
14.1	VYMEDZENIE A VEĽKOSŤ TRHU	71
14.2	TRŽNÁ KAPITALIZÁCIA	72
14.3	RAST TRHU.....	73
15	PORTEROVÝCH 5 SÍL	75
15.1	POTENCIÁLNI KONKURENTI	75
15.2	DODÁVATELIA	76
15.3	HROZBA SUBSTITÚTOV	76
15.4	ZÁKAZNÍCI	76
15.5	KONKURENCIA V ODVETVÍ.....	76
16	KONKURENCIA	77
16.1	SMITH AND WESSON BRANDS, INC.....	77
16.2	STURM, RUGER & Co., INC.	78
17	FINANČNÁ ANALÝZA.....	79
17.1	FINANČNÁ ANALÝZA POMOCOUB ABSOLÚTNYCH UKAZOVATEĽOV	79
17.1.1	Analýza súvahy	79
17.1.2	Analýza výkazu zisku a strát.....	82
17.1.3	Analýza výnosov a nákladov za Q3 2020	84
17.2	ANALÝZA POMEROVÝMI UKAZOVATEĽMI	85
17.2.1	Ukazovatele rentability	86
17.2.2	Ukazovatele likvidity	87
17.2.3	Ukazovatele aktivity.....	89
17.2.4	Ukazovatele zadĺženia.....	91
17.3	ANALÝZA ROZDIELOVÝCH UKAZOVATEĽOV.....	93
18	ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO NUTNÉ A NENUTNÉ	94
18.1	DLHODOBÝ HMOTNÝ A NEHMOTNÝ MAJETOK	94
18.1.1	Odstránenie aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom	94
18.2	OBEŽNÉ AKTÍVA.....	94

18.2.1	Odstránenie finančných derivátov.....	94
18.2.2	Odstránenie prevádzkovo nenutných peňažných prostriedkov.....	95
18.3	PREVÁDZKOVO NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL.....	95
18.4	KORIGOVANÝ PREVÁDZKOVÝ VÝSLEDOK HOSPODÁRENIA.....	96
19	PROGNÓZA GENERÁTOROV HDNÔT.....	98
19.1	TRŽBY.....	98
19.2	PREVÁDZKOVÁ ZISKOVÁ MARŽA.....	100
19.3	PRACOVNÝ KAPITÁL.....	104
19.4	DLHODOBÝ MAJETOK, INVESTÍCIE A ODPISY.....	109
19.4.1	Dlhodobý nehmotný majetok.....	110
19.4.2	Dlhodobý hmotný majetok.....	112
19.4.3	Odpisy.....	115
20	FINANČNÝ PLÁN.....	116
20.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A STRÁT.....	116
20.2	PLÁNOVANÁ SÚVAHA.....	116
20.3	PLÁNOVANÝ VÝKAZ PEŇAŽNÝCH TOKOV – VÝKAZ CASH FLOW.....	117
21	OCEŇOVANIE PODNIKU VYBRANÝMI METÓDAMI.....	118
21.1	STANOVENIE DISKONTNEJ MIERY.....	118
21.1.2	Náklady na cudzí kapitál.....	120
21.2	OCENENIE POMOCOU METÓDY DCF ENTITY.....	123
21.2.1	Investovaný prevádzkovo nutný kapitál.....	123
21.3	OCENENIE METÓDOU EVA.....	126
21.4	ZHRNUTIE VÝSLEDKU VÝNOSOVÝCH METÓD.....	127
21.5	ANALÝZA CITLIVOSTI VLASTNÉHO KAPITÁLU NA ZMENU PARAMETROV.....	127
21.6	INVESTIČNÉ ODPORÚČANIE NA ZÁKLADE VÝNOSOVÝCH METÓD.....	128
21.7	METÓDY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU.....	128
21.7.1	Relatívne ocenenie.....	129
21.8	INVESTIČNÉ ODPORÚČANIE NA ZÁKLADE RELATÍVNEHO OCENENIA.....	131
21.9	COMBINED ALPHA MODEL (CAM).....	132
22	INVESTIČNÉ DOPORUČENIE.....	135
	ZÁVER.....	136
	ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY.....	138
	ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK.....	143
	ZOZNAM OBRÁZKOV.....	146
	ZOZNAM TABULIEK.....	148
	ZOZNAM PRÍLOH.....	152

ÚVOD

Témou tejto diplomovej práce je projekt stanovenia hodnoty spoločnosti Česká zbrojovka Group a formulovanie investičného odporúčania. Oceňovanie bude uskutočnené pomocou vybraných výnosových metód a metódy založenej na analýze trhu. Už v úvode treba podotknúť, že problematika oceňovania podniku je značne náročná a proces oceňovania je veľmi namáhavý. Výsledok oceňovania je tiež závislý na veľkom množstve faktorov. Tieto faktory môžu hodnotu spoločnosti extrémne zmeniť a predstavujú veľké prekážky, ktoré síce môžu byť čiastočne zmiernené získanými informáciami, no samotný proces bude aj tak veľmi komplikovaný.

Ďalší fakt, ktorý značne ovplyvňuje výslednú hodnotu je zvolená metóda. Práve z toho dôvodu sme sa rozhodli nevyužiť len jeden typ metód, ale dva odlišné typy, ktoré sa navyše odporúča využiť spoločne.

Diplomovú prácu sme rozdelili na dve časti, a to teoretickú a praktickú. Teoretická časť obsahuje literárnu rešerš zloženú veľkého množstva zahraničných, českých a slovenských zdrojov. Teoretická časť je rozdelená do piatich kapitol, pričom v prvej kapitole sa zaoberáme základnými princípmi tvorby hodnoty a základným poznatkom nutným, pre stanovenie hodnoty. Tie sú ďalej rozvedené v druhej kapitole, zaoberajúcej sa kategóriám hodnoty. Veľmi dôležitou kapitolou je kapitola tretia, kde rozoberáme jednotlivé metódy oceňovania, ktoré môžu byť na oceňovanie použité. Pri väčšine týchto metód zohrávajú významnú úlohu faktory rizika a času, ktoré sú viac rozobraté vo štvrtej kapitole. Najdôležitejšia kapitola je zaradená na koniec, pretože by mala byť logickým prepojením všetkých predchádzajúcich kapitol. V tejto kapitole je uvedený postup oceňovania spolu s krokmi, ktoré musia byť pre výsledné ocenenie uskutočnené.

Na poznatky vychádzajúce z teoretickej časti následne naviažeme v časti praktickej. Tú môžeme logicky rozdeliť na časť analytickú a projektovú. V úvode analytickej časti bude spoločnosť Česká zbrojovka Group detailnejšie predstavená a budú bližšie popísané faktory, ktoré ju ovplyvňujú, ako sú napríklad legislatíva, riziko, ekonomické ukazovatele alebo konkurencia. Súčasťou analytickej časti bude tiež SWOT analýza, analýza Porterových 5 síl alebo matica rizík. V závere analytickej časti bude uskutočnená finančná analýza, ktorá má za cieľ posúdiť finančné zdravie podniku. Aj na základe tejto analýzy budeme vedieť určiť, či spoločnosť spĺňa podmienku “going concern”.

Projektová časť bude zameraná na proces stanovenia hodnoty podniku. Na začiatku projektovej časti bude kapitola venovaná rozdeleniu na prevádzkovo nutné a nenutné aktíva, určená výška korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia a analyzované generátory hodnoty. Tieto zložky budú v ďalšom kroku predikované a na základe týchto predikcií bude zostavený finančný plán na tri roky, ktorý predstavuje základ pre ocenenie výnosovými metódami. Ďalej budú určené náklady na vlastný a cudzí kapitál a uskutočnený odhad tempa rastu. Všetky poznatky a predikcie budú nakoniec použité pri samotnom ocenení výnosovými metódami a na koniec u nich bude uskutočnená analýza citlivosti. V predposlednom kroku bude spoločnosť ohodnotená pomocou metódy založenej na analýze trhu, konkrétne použijeme dostupné údaje o ukazovateľoch patriacich do relatívneho ocenenia. Uvedený bude tiež špeciálny model, ktorý spája viacero metód ocenenia do jedného komplexného modelu. Posledný krok pozostáva v investičnom odporučení pre investorov.

CIELE A METÓDY SPRACOVANIA PRÁCE

Cieľom tejto diplomovej práce je stanovenie hodnoty a formulácia odporúčania pre investorov spoločnosti Česká zbrojovka Group pomocou vybraných oceňovacích metód.

Teoretická časť práce je spracovaná formou literárnej rešerše. Tá má byť podkladom pre spracovanie teoretických poznatkov z oblasti oceňovania. Literárna rešerš bola spracovaná na základe knižných a elektronických zdrojov, obsahuje ako zahraničné, tak aj české a slovenské tituly a sú v nej využité porovnávacie a popisné metódy. Cieľom teoretickej časti má byť vytvorenie vhodného východiska pre spracovanie praktickej časti diplomovej práce.

Úvod praktickej časti je venovaný popisu danej spoločnosti a základnej charakteristike. Ďalej bude obsahovať strategickú a finančnú analýzu, kde využije vybrané metódy a postupy. Cieľom strategickej analýzy je stanoviť vplyvy pôsobiace na danú spoločnosť, a to z pohľadu vonkajšieho aj vnútorného prostredia. Strategická analýza obsahuje SWOT analýzu vyjadrujúcu silné a slabé stránky podniku a jej príležitosti a hrozby. Ďalej obsahuje analýzu Porterových piatich síl zameranú na zhodnotenie konkurenčných síl v oblasti rizika vstupu nových konkurentov, rivality v odvetví, vyjednávacej sily dodávateľov a hrozbu substitučných produktov. Strategická analýza tiež zahŕňa maticu rizík, ktorá rozdeľuje riziká vplývajúce na spoločnosť do niekoľkých skupín. Na strategickú analýzu logicky nadväzuje finančná analýza, ktorej úlohou je zhodnotiť finančné zdravie podniku a potvrdiť predpoklad nepretržitého trvania podniku. Finančná analýza je vypracovaná s využitím horizontálnej a vertikálnej analýzy, analýzy pomerových a rozdielových ukazovateľov a súčasťou prílohy je aj pyramídový rozklad ukazovateľa ROE. V tejto časti práce sú navyše využité metódy ako dedukcia, indukcia, historický prístup či syntéza.

Vytvorenie strategického plánu vychádza z výsledkov strategickej a finančnej analýzy. Strategický plán má slúžiť ako podklad pre vypracovanie projektovej časti práce a je zostavený predovšetkým na základe prognózy generátorov hodnoty. Pri predikcii generátorov hodnoty sú použité nástroje ako napríklad korelačná a regresná analýza, na ktorú bol použitý nástroj Excel, či percentuálne pomery. Ďalej boli určené prevádzkovo nutné a nenutné aktíva, korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia, vážené priemerné náklady na kapitál s využitím vážených priemerov a odhad tempa rastu tržieb.

V ďalšej fáze je určená hodnota podniku. Tá je určená pomocou výnosových metód a metód založených na analýze trhu. Z výnosových metód sa konkrétne jedná o metódy

diskontovaných peňažných tokov a ekonomickej pridanej hodnoty, ktoré sú následne doplnené o analýzu citlivosti vlastného kapitálu na zmeny diskontnej miery a tempa rastu. Pri metódach založených na analýze trhu sa jedná o relatívne ocenenie. Uvedený bude tiež model zahrňujúci viacero metód do jedného komplexného celku. Posledným krokom bude stanovenie odporúčania pre investorov.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 CENA A HODNOTA

Pre potreby oceňovania je potrebné si vymedziť dva pojmy – cena a hodnota. Hodnota je definovaná ako ekonomický pojem, ktorý však nie je skutočnosťou a predstavuje akýsi odhad ohodnotenia aktíva v určitom časovom období. Cena, na rozdiel od hodnoty, predstavuje realitu a je výsledkom vyjednávania medzi dvoma stranami – predávajúcim a kupujúcim. (Černoušek, 2018)

Podobne cenu definuje aj Krabec (2009, str. 217), ktorý hovorí, že cena podniku sa tvorí na voľných kapitálových trhoch vplyvom dopytu a ponuky. Je pritom ovplyvnená medzným úžitkom oboch strán a môže dôjsť k výraznému vychýleniu od celkovej hodnoty. Dôvody odchýlenia sa rôznia, primárne však súvisia s kvalitatívnym pomerom medzi ponukou a dopytom alebo možnosťou, či nemožnosťou vlastníkov ovplyvniť podnikateľskú stratégiu podniku. Cena je síce braná ako vhodný indikátor pri posúdení výpovednej schopnosti hodnoty podniku alebo podielu, ale nemôže byť braná ako náhrada oceňovania podniku.

To isté tvrdia aj Jakubec a Kardoš (2016, str. 21). Podľa nich cena a hodnota nemôžu byť rovnaké z dôvodov, že podniky, pokiaľ ich berieme ako tovar, sú často vzácne, jedinečné a vyznačujú sa nízkou mierou organizovanosti trhu. Výsledná predajná cena podniku je ovplyvnená značným množstvom podstatných faktorov, medzi ktoré patria napríklad osobné vzťahy medzi kupujúcim a predávajúcim, časová tieseň, psychologické faktory a podobne.

Cena a hodnota sú odlišené aj v dokumentoch medzinárodnej organizácie pre ohodnocovanie (IVSC) (International Valuation Standards Comitee, 2003, str. 436). Cena je definovaná ako: *„požadovaná, ponúkaná alebo platená suma za tovar alebo službu. Koncept ceny sa vzťahuje na výmenu komodít, tovaru alebo služieb. V momente, kedy došlo k výmene, cena sa stáva historickým faktom a môže byť buď zverejnená alebo utajená. Platená suma vyjadruje priesečník medzi dopytom a ponukou.“*

Medzinárodná organizácia pre ohodnocovanie (IVSC) definuje hodnotu ako: *„Cenu, ktorá bude pravdepodobne zjednaná medzi kupujúcim a predávajúcim v procese predaja tovaru alebo služby. Ide o hypotetickú alebo fiktívnu cenu. Nejde teda o fakt, ale o odhad najvhodnejšej ceny za tovar alebo službu v určitom čase.“* (International Valuation Standards Comitee, 2003, str. 465)

1.1 Základné princípy tvorby hodnoty

Podľa Damodarana (2012, str. 1) je pre investovanie kľúčové sa zamyslieť nie len nad tým, akú má nejaké aktívum hodnotu, ale aj čo je zdrojom tejto hodnoty. Oceniť vieme každé aktívum, oceňovanie niektorých však vyžaduje omnoho viac informácií. Základné princípy však ostávajú rovnaké.

Koller, Goedhart a Wessels (2015, str. 3) vo svojej publikácii uvádzajú, že základný princíp vytvárania hodnoty funguje tak, že investovaním peňažných prostriedkov v súčasnosti by malo vyústiť do získania vyšších peňažných prostriedkov v budúcnosti, pričom treba vziať do úvahy fakt, že súčasná hodnota peňazí je vyššia, než hodnota budúca.

Damodaran (2012, str. 1) však ďalej spomína, že s oceňovaním je spojená istá dávka neistoty. Táto neistota môže prameniť nielen zo samotného oceňovaného aktíva, ale tiež zo zvolenej metódy.

1.2 Odhad hodnoty – Vnútoraná a relatívna hodnota

Podľa Pinta et al. (2015, str. 2) je vnútoraná hodnota ziskateľná len pri úplnom pochopení investičných charakteristík aktíva. Pre každého investora vnútoraná hodnota vyjadruje jeho vlastný pohľad na to, aká by mala byť správna hodnota aktíva. Dalo by sa povedať, že toto tvrdenie podporuje teóriu efektívnych trhov, ktorá tvrdí, že najlepší spôsob ako zistiť hodnotu vnútornej hodnoty je sa jednoducho pozrieť na to, aká je hodnota na trhu.

Podľa Damodarana (2011, str. 7) však pri zisťovaní vnútornej hodnoty predpokladáme, že hodnotu aktív dostaneme z očakávaných cash flow, ktoré toto aktívum generuje. Vďaka tomuto predpokladu vieme s určitosťou povedať, že aktíva, ktoré budú generovať predvídateľné a pomerne vysoké peňažné toky budú mať vyššiu hodnotu, než tie, ktorých cash flow sú nestále a nízke. Vnútoraná hodnota je teda hodnota získaná pri oceňovaní modelom DCF.

Rozdiel v týchto pohľadoch vysvetľujú Larrabee a Voss (2012, str. 243) tak, že z pohľadu obyčajného človeka je vnútoraná hodnota vyjadrená hodnotou, ktorú sú za rovnaký tovar ľudia ochotní zaplatiť, no z pohľadu kapitálového analytika je vnútoraná hodnota braná ako súčasná hodnota očakávaných budúcich výnosov pre shareholderov.

V teoretickom poňatí je síce DCF najvyužívanejšia metóda, no v skutočnosti je väčšina aktív oceňovaná skôr relatívnym spôsobom. Pri relatívnom oceňovaní oceňujeme aktíva

jednoducho tak, že ich porovnáme s cenami podobných aktív. Tento prístup môžeme vidieť napríklad pri domácich spotrebičoch, bytoch a domoch, telefónoch a podobne.

To isté platí aj pri obchodovaní, kedy sa investori rozhodujú na základe ocenenia podobných akcií z rovnakej skupiny.

Keďže relatívne techniky sú založené na ohodnocovaní spoločností na základe tržných ukazovateľov podobných spoločností, môžeme sa k hodnote dopátrať napríklad pomocou P/B, P/S, P/E ratio alebo EV/EBITDA ratio, (Larrabee a Voss, 2012, str. 244)

Správny spôsob oceňovania by mal byť kompromis medzi vnútornou a relatívnou hodnotou. Platí totiž, že zatiaľ čo vnútorná hodnota prináša širší pohľad na to, čo sa skrýva za hodnotou spoločnosti, použitím relatívneho oceňovania môžeme častokrát dostať vecnejší odhad hodnoty. Je teda vhodné použiť oba spôsoby oceňovania a následne posúdiť, ktorý spôsob je vhodnejší. (Damodaran, 2011, str. 7)

1.3 Dôvody oceňovania

Podľa Krabca (2009, str. 214) sa dajú dôvody oceňovania rozdeliť podľa toho, či sa oceňovanie uskutočňuje z vlastnej iniciatívy spoločnosti, z dôvodu externého finančného výkazníctva z dôvodu zákonných predpisov alebo z iných dôvodov.

Medzi podnikateľské potreby, pre ktoré sa podniky oceňujú, patria napríklad fúzie a akvizície, vklady cudzieho alebo vlastného kapitálu, vstup na burzu alebo predaj, prípadne nákup majetku.

Damodaran (2012, str. 8) vo svojej knihe popisuje relevanciu oceňovania v troch rôznych prípadoch:

1. Oceňovanie a portfólio management
2. Oceňovanie a analýza pri akvizícií
3. Oceňovanie a podnikové financie

1.3.1 Oceňovania a portfólio management

V rámci managementu portfólia je pri oceňovaní dôležitý samotný pohľad investora a jeho filozofia. Pokiaľ ide o pasívneho investora, bude ocenenie pri svojom managemente portfólia brať ako nevýznamné, no pre aktívneho investora bude ocenenie veľmi dôležité. Podobný princíp platí pri investoroch zameraných na fundamentálnu analýzu, ktorí považujú

ocenenie za hlavný nástroj a pri investoroch zameraných na technickú analýzu, ktorí ocenenie považujú za akýsi doplnok pri rozhodovaní. (Damodaran, 2012, str. 8)

Problémom pri samotnom oceňovaní pre investorov je podľa Kollera, Goedharta a Wesselsa (2015, str. 4-5) hlavne to, že investori pri investovaní do spoločnosti nedisponujú takým množstvom dát, ako samotná spoločnosť. Vo všeobecnosti však platí, že spoločnosti zamerané na dlhodobý strategický rast vytvárajú vyššiu hodnotu. Taktiež platí, že čím viac spoločnosť investuje do vývoja a výskumu, tým výraznejšie budú výnosy pre shareholderov.

1.3.2 Oceňovanie a analýza pri akvizícií

Oceňovanie pri akvizíciách by malo hrať hlavnú rolu, a to hlavne z dôvodu, že firma, ktorá by mala podliehať akvizícií by mala vedieť stanoviť adekvátnu hodnotu a firma, ktorá túto spoločnosť kupuje, by tiež mala vedieť, aké je adekvátna suma za jej nákup. Pri oceňovaní akvizícií je nutné vziať do úvahy špecifické faktory, ako napríklad synergický efekt, zmenu managementu, reštrukturalizáciu atď. (Damodaran, 2012, str. 11)

1.3.3 Oceňovanie a podnikové financie

Väčšina spoločností sa snaží o maximalizáciu svojej tržnej hodnoty. V takomto prípade tieto spoločnosti potrebujú mať presne vymedzený vzťah medzi finančným rozhodovaním, hodnotou spoločnosti a jej stratégiou. Práve preto je dôležité rozumieť, aké rozhodnutia majú byť uskutočnené a ako ich zafinancovať. (Damodaran, 2012, str. 11-12)

Koller, Goedhart a Wessels (2015, str. 4) tvrdia, že pri tvorbe hodnoty je potrebné sa zamerať priamo na Shareholderov. Tento pohľad podporuje aj Rogers, (2013, str. 3), a to hlavne tvrdením, že hodnota pre shareholderov je stále najväčšou časťou agendy väčšiny spoločností. Shareholderi sú totiž schopní do veľkej miery ovplyvniť, ako spoločnosť alokuje svoj kapitál a tlačíť na maximalizáciu zisku. Podľa Kollera, Goedharta a Wesselsa (2015, s. 3-4) by však malo platiť, že vytváranie shareholder value neznamena len maximalizáciu krátkodobého zisku. Pri zvyšovaní hodnoty je potrebné myslieť hlavne v dlhodobom období.

2 KATEGÓRIE HODNOTY

Hlavným cieľom finančného ocenenia podniku by malo byť vyjadrenie hodnoty podniku v určitej peňažnej čiastke. Existujú 4 kategórie hodnoty:

- Tržná hodnota
- Subjektívna hodnota
- Objektivizovaná hodnota
- Komplexný prístup na základe Kolínskej školy

2.1 Tržná hodnota

Tržná hodnota vyjadruje odhadnutú čiastku, ktorou by mal byť majetok vymenený k určitému dátumu ocenenia medzi kupujúcim a predávajúcim. Obe strany by pritom mali jednať bez akéhokoľvek nátlaku, rozvážne a mali by mať prístup ku všetkým potrebným informáciám. (Valentová Worschová, 2018)

Mařík (2011, str. 22) tvrdí, že tržnú hodnotu môžeme dostať odpoveďou na otázku, koľko je ochotný zaplatiť bežný záujemca na trhu. Pokiaľ chceme zistiť hodnotu, je teda nutné predpokladať existenciu trhu s podnikmi, na ktorom existuje viac kupujúcich a predávajúcich, čo vytvára podmienky pre vznik tržnej ceny.

2.2 Subjektívna hodnota

Táto hodnota je ovplyvnená subjektívnym názorom a očakávaním investora a rieši otázku, akú hodnotu má podnik pre daného kupujúceho. (Valentová Worschová, 2018)

Hodnota získaná pomocou subjektívneho pohľadu sa rovná subjektívnej hodnote v nemeckom ponímaní, alebo investičnej hodnote v ponímaní podľa Medzinárodného oceňovacieho štandardu číslo 2. (Mařík, 2011, str. 26)

Investičná hodnota je definovaná ako hodnota majetku pre určitého investora alebo skupinu investorov pre identifikovaný investičný cieľ. Tento subjektívny pojem spája špecifický majetok so špecifickým investorom alebo skupinou investorov s určitými investičnými cieľmi a/alebo kritériami. (International Valuation Standards Comitee, 2003, str. 412)

Mařík (2011, str. 27) vo svojej publikácii popisuje základné charakteristiky investičnej hodnoty takto:

- Budúce peňažné toky sú odhadované takmer úplne na základe úsudkov manažérov podniku, ktorý je oceňovaný, prípadne dochádza k drobným úpravám, v prevažnej miere smerom dole.
- Diskontná miera odráža alternatívne možnosti investovania oceňovaného subjektu.

Ak nedochádza k overeniu primeranosti, potom výsledok oceňovania subjektívnou hodnotou nemožno označiť za tržnú cenu.

2.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovanú hodnotu je možné stanoviť len v prípade, že podnik splní podmienku neobmedzeného trvania a bude pokračovať v podnikaní aj naďalej. Pri stanovovaní hodnoty sa vychádza z aktuálneho stavu, preto aj zmeny v hospodárení sú zohľadnené len do dátumu, kedy dochádza k oceňovaniu. Do kalkulácie ocenenia sú navyše zahrnuté len tie výnosy, ktoré spĺňajú predpoklad vysokej pravdepodobnosti dosiahnutia. (Valentová Worschová, 2018)

Objektivizovaná hodnota sa snaží odpovedať na otázku akú hodnotu je možné považovať za všeobecne prijateľnú. Táto hodnota by mala byť založená na všeobecne uznávaných dátach s cieľom dosiahnuť najvyššiu možnú reprodukovateľnosť ocenenia. (Mařík, 2011, str. 28)

2.4 Komplexný prístup na základe Kolínskej školy

Podľa tohto prístupu kategória hodnoty vychádza z funkcie, ktorú ocenenie prináša pre užívateľa. Definuje pritom niekoľko funkcií oceňovania.

- Poradenská funkcia
- Rozhodcovská funkcia
- Argumentačná funkcia
- Komunikačná funkcia
- Daňová funkcia

Tieto funkcie spája Mařík (2011, str. 31) do previazaného systému. Poradenská funkcia je zodpovedná za stanovenie hraničných hodnôt, teda priestor pre cenové vyjednávanie. Vďaka rozhodcovskej funkcií dochádza k výkonu funkcie akéhosi nezávislého rozhodcu s cieľom pokúsiť sa odhadnúť hraničné hodnoty účastníkov a nájsť spravodlivú hodnotu. Po tejto funkcií nastupuje funkcia argumentačná a oceňovateľ sa snaží argumentovať pre dosiahnutie lepšej pozície.

3 METÓDY OCEŇOVANIA

Voľba metódy ocenenia je priamo závislá na hľadanej kategórii hodnoty a existujú tri základné skupiny metód. Hľadaná hodnota sa pritom môže opierať o viacero oceňovacích metód súčasne. Tieto metódy sú:

- Výnosové metódy
 - o Metóda diskontovaného peňažného Cash Flow (DCF)
 - o Metóda kapitalizovaných čistých výnosov
 - o Kombinované výnosové metódy
 - o Metóda ekonomickej pridanej hodnoty
- Metódy založené na aktuálnej situácii na trhu
 - o Ocenenie na základe tržnej kapitalizácie
 - o Ocenenie na základe zrovnateľných podnikov
 - o Ocenenie na základe zrovnateľných transakcií
 - o Ocenenie na základe údajov o podnikoch uvedených na burzu
- Metódy založené na ocenení podnikového majetku
 - o Účtovná hodnota vlastného kapitálu na princípe historických cien
 - o Likvidačná hodnota
 - o Substančná hodnota na princípe reprodukčných cien
 - o Substančná hodnota na princípe úspory nákladov
 - o Majetkové ocenenie na princípe tržných hodnôt

Príkladom na výber metódy môže byť napríklad subjektívna hodnota. Pre jej zistenie je najvhodnejšie použiť metódu DCF. (Valentová Worschová, 2018)

3.1 Majetkové metódy

Metódy založené na ocenení podnikového majetku Černošek (2018) definuje ako techniku s konceptom reprodukcie ako indikátor tržnej hodnoty. Nová reprodukčná hodnota je potom najvyššia čiastka, ktorú je investor ochotný za aktíva zaplatiť.

Medzi výhody použitia majetkových metód patrí napríklad podrobné zanalyzovanie jednotlivých položiek majetku alebo nutnosť vykonať pri tejto metóde inventarizáciu.

Ako nevýhody môžu byť brané fakty, že metóda neberie do úvahy budúcnosť ani výnosový potenciál a je tak príliš statická, je finančne aj pracovne náročná a berie do úvahy všetok majetok, teda aj taký, ktorý sa v podniku nevyužíva.

Táto metóda nie je v praxi veľmi využívaná a spoločnosti ju preferujú skôr ako doplnkovú metódu. Uplatnenie nachádza iba pri transformáciách spoločností alebo u neziskových spoločností. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 66)

3.1.1 Metóda účtovnej hodnoty

Pri tejto metóde sa využívajú údaje z účtovných výkazov spoločnosti. Pôvodný rozsah investovaného kapitálu vyjadruje účtovná hodnota spoločnosti získaná z účtovníctva. Akcionári vnímajú spoločnosť ako zaujímavú v prípade, že trhovú cenu akcie (C) je vyššia, než hodnota vlastného imania na jednu akciu, teda Book Value (BV). Ak je splnená táto podmienka, vzniká hodnota pridaná trhom (H).

$$H = C - BV \quad (1)$$

(Jakubec a Kardoš, 2016, str. 66)

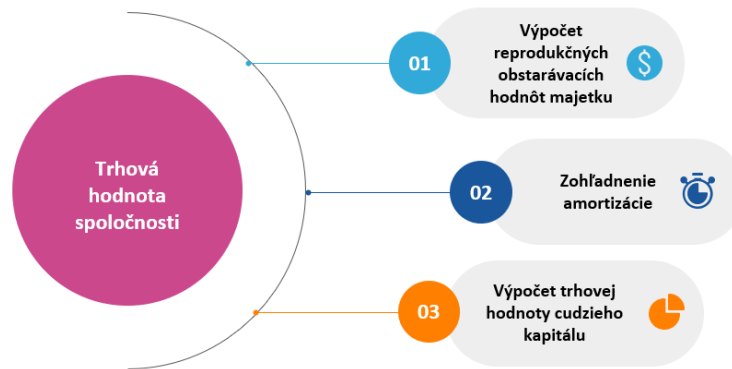
3.1.2 Substitučná metóda

Snaží sa o zisťovanie reprodukčnej hodnoty majetku, pričom sa zameriava najmä na fixné aktíva, keďže práve u nich nastáva najväčší nesúlad medzi historickými cenami evidovanými v účtovníctve a reprodukčnou hodnotou. Touto cestou teda dochádza k odstraňovaniu nevýhod metódy účtovnej hodnoty. Nevýhodou však stále zostáva vysoká cena, keďže ide o najpracnejšiu metódu ocenenia. Táto metóda totiž vyžaduje veľké množstvo znalcov z daného oboru, do ktorého konkrétne aktívum spadá.

Postup pri tejto metóde je znázornený na obrázku 1. a začína výpočtom reprodukčnej hodnoty majetku. Zistí sa tak, koľko by investor zaplatil za vybudovanie podniku od základu. Hodnota sa očistí o opotrebenie a odpočíta sa trhovú hodnotu cudzích zdrojov. Matematicky sa dá výpočet trhovej hodnoty zapísať nasledovne. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 67-68)

$$\text{Hodnota stanovená substančnou metódou} = \text{hodnota pohľadávok za upísaný vlastný kapitál} + \text{hodnota dlhodobého majetku} + \text{hodnota obežného majetku} + \text{hodnota ostatného majetku} + \text{hodnota cudzieho kapitálu} \quad (2)$$

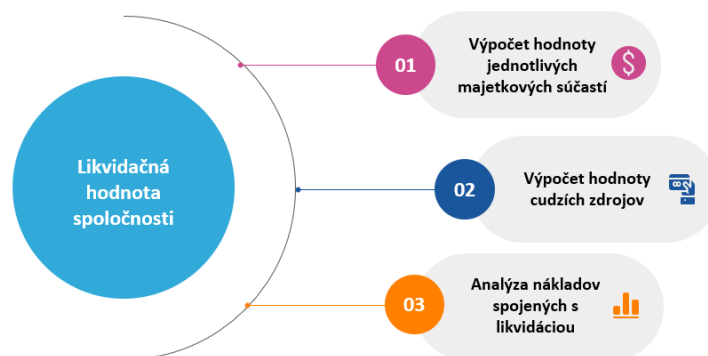
Graficky je postup výpočtu zobrazený na obrázku č.1, nachádzajúcom sa na nasledujúcej strane.



Obrázok 1 Postup výpočtu hodnoty podniku substančnou metódou
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Jakubca a Kardoša, 2016, s.68)

3.1.3 Likvidačná metóda

Už z názvu je jasné, že daná metóda sa využíva primárne v prípadoch, kedy má dôjsť k likvidácii podniku, no môže sa použiť aj pri rozhodovaní o ďalšej činnosti podniku, rozhodovaní medzi zánikom a sanáciou alebo pri fundamentálnej analýze cenných papierov. Podnik sa ohodnocuje k určitému časovému okamihu a likvidačná hodnota sa získava klasicky, odčítaním nákladov od výnosov. Za výnosy sa považujú všetky príjmy z likvidácie a za náklady sa považujú náklady na splatenie dlhov a náklady spojené s likvidáciou, do ktorých spadá napríklad odmena likvidátora, odstupné, poplatky za odstraňovanie ekologických škôd, náklady na predaj majetku alebo náklady na fyzickú likvidáciu majetku. Postup je znázornený na obrázku č. 2. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 69-71)



Obrázok 2 Postup výpočtu hodnoty podniku likvidačnou metódou
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Jakubca a Kardoša, 2016, s. 70)

3.2 Metódy založené na analýze trhu

Metódy založené na aktuálnej situácii na trhu je podľa Černoška (2018) technikou, pri ktorej je hodnota odhadovaná na základe kúpnych cien porovnateľných aktív dostupných k dňu ocenenia a tržných cien nedávnych transakcií. Ide o akési zrovnávanie podobných aktív,

ktoré však musia byť obchodované na trhu alebo musia byť známe údaje o transparentnej transakcii s takýmito aktívami.

Ide o metódy, ktoré sú pre znalca najnáročnejšie najmä z hľadiska časového, keďže sa vyžaduje preskúmanie veľkého množstva zdrojov a nájdenie podobných investícií. Medzi výhody týchto metód patria jednoduchosť a pochopiteľnosť, aktuálnosť, jednoduchosť aplikácie, zahrnutie hodnoty všetkých prevádzkových aktív alebo nezávislosť na finančnom pláne a predpokladaných výnosoch.

Medzi nevýhody patrí najmä v Česku a na Slovensku malé množstvo porovnateľných spoločností, nízka flexibilita a nedostupnosť informácií o prevodoch akcií. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 72)

3.2.1 Metóda porovnateľných podnikov

Ide o porovnávanie oceňovaného podniku s podnikmi, ktoré už niekedy boli oceňované pri predaji akcií. Oceňovaná spoločnosť vo väčšine prípadov predstavuje súkromnú akciovú spoločnosť bez verejne obchodovateľných akcií a porovnateľné podniky sú také, ktorých akcie sú bežne obchodované na burze. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 72)

3.2.2 Metóda porovnateľných transakcií

Oceňovanie je založené na porovnaní s podnikmi, ktoré boli niekedy v minulosti obchodované ako celok. Nie je potrebné uskutočňovať prepočty na akcie. Nevýhodou je, že táto metóda vyžaduje naozaj rozsiahlu databázu historických transakcií. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 72)

3.2.3 Porovnanie podnikov pre vstup na burzu

Podobne ako u metódy porovnateľných podnikov, aj tu dochádza k porovnávaniu, no s tým rozdielom, že oceňovateľ má výrazne menší okruh informácií. Z toho dôvodu ide väčšinou o podpornú metódu. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 72)

3.3 Výnosové metódy

Výnosové metódy sú podľa Černouška (2018) založené na princípe očakávania. Budúce hotovostné toky generované aktívami po dobu životnosti sú teda vyjadrené akýmsi očakávaním.

3.3.1 Metóda diskontovaného peňažného Cash Flow (DCF)

Metóda DCF nahliada na vnútornú hodnotu ako na súčasnú hodnotu očakávaných budúcich peňažných tokov. Pri oceňovaní vlastného imania je pri implementácii DCF metódy potrebné uskutočniť štyri kroky:

1. Výber špecifickej metódy DCF
2. Predpovedanie peňažných tokov
3. Voľba metodiky pre odhad úrokovej miery
4. Odhad úrokovej miery (Pinto, 2015, str. 232)

Pri výbere špecifickej metódy DCF zohráva veľkú úlohu koncept cash flow. Podľa vybraného konceptu je možné zvoliť metódu diskontovaných dividend, voľných peňažných tokov alebo model reziduálneho príjmu. (Pinto, 2015, str. 235)

K tomuto pohľadu sa pripája aj Mařík (2018, str. 17). Varianty DCF sú podľa neho závislé na tom, aký investor do podnikového kapitálu sa na cash flows pozerá. Vo svojej publikácii sa zameriava na tri varianty:

- Metóda DCF entity
- Metóda DCF equity
- Metóda DCF APV (adjusted present value)

3.3.2 Metóda DCF entity

Pri tejto metóde je dôležité určiť voľné peňažné toky. Pri tejto variante ide o voľné peňažné toky, respektíve tvorba peňažných prostriedkov pre vlastníkov a veriteľov. Súhrnne sa používa označenie peňažné toky do firmy (FCFF – Free Cash Flow to Firm). (Mařík, 2011, str. 170)

Medzi hlavné výhody metódy DCF entity patrí fakt, že ide o najčastejšiu metódu pri oceňovaní, vhodnosť pri oceňovaní investovaného kapitálu a nezastúpiteľnosť pri oceňovaní časti podniku. Nevýhodou môže byť nutnosť upraviť štruktúru majetku tak, aby zodpovedala konečnému oceneniu, čo môže byť značne komplikované. (Mařík, 2018, str. 21)

Výpočet FCFF je možné zobrazit' pomocou schémy v tabuľke č. 1.

Tabuľka 1 Výpočet FCFF (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011, str. 171)

1.	+ Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z príjmu (= KPVH _D * daňová sadzba)
3.	= Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia po dani (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatné náklady započítané v prevádzkovom VH, ktoré nie sú výdajmi v BO
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 (FCF)

Zo schémy je jasné, že počiatočným krokom bude určenie korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia. Ten je možné vypočítať nepriamou metódou z výsledku hospodárenia. Korigovaný prevádzkový výsledok je vo všeobecnosti možné prirovnať k ukazovateľu NOPAT. (Mařík, 2011, str. 171)

Pri výpočte KPVH je potrebné dodržať niekoľko zásad. Nie je žiadúce odpočítať náklady na cudzí kapitál, je treba odstrániť jednorazové položky a nemal by zahŕňať žiadne výnosy a náklady súvisiace s majetkom prevádzkovo nenutným. (Mařík, 2011, str. 171)

Koller, Goedhart a Wessels (2013, str. 30) uvádzajú, že ak by výnosy a NOPAT spoločností rástli konštantným tempom a tieto spoločnosti investovali rovnakú časť svojho NOPAT každý rok, rástli by ich FCF konštantným tempom. Keďže Cash Flow by rástla konštantným tempom, bolo by možné oceniť spoločnosť pomocou vzorca pre perpetuitu Cash Flow.

$$Hodnota = \frac{FCF_{t=1}}{WACC - g} \quad (3)$$

Kde:

$$FCF = NOPAT - \text{Čisté investície}$$

$$FCF = NOPAT - (NOPAT * IR)$$

$$FCF = NOPAT * (1 - IR)$$

$$IR = \frac{g}{ROIC}$$

Keď tento vzťah premietneme do rovnice FCF a následne do rovnice hodnoty, dostaneme:

$$FCF = NOPAT * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

$$Hodnota = \frac{NOPAT * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g} \quad (4)$$

Vo všeobecnosti sa táto rovnica však nepoužíva. Dôvodom je, že je príliš reštriktívna, keďže predpokladá, že ROIC a miera rastu je konštantná. Pre spoločnosti s flexibilnými kľúčovými ukazovateľmi hodnoty je potreba vhodnejší model, ktorý je viac flexibilnejší.

Hodnotu podniku ako celku sa dá podľa Maříka (2011, str. 178) stanoviť vďaka vzorcu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + i_k)^t} \quad (5)$$

Kde:

FCF_t = voľné peňažné toky do firmy v roku t

i_k = kalkulovaná úroková miera

n = predpokladaný počet rokov existencie podniku

Aj tento vzorec je však v praxi málo využiteľný, pretože popiera predpoklad nekonečného trvania podniku. Riešenia sú dve, buď použiť dvojfázovú metódu alebo metódy založené na odhade priemerného tempa rastu.

Vzorec pre dvojfázovú metódu je nasledujúci:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (6)$$

Kde:

FCF_t = voľné peňažné toky do firmy v roku t

T = dĺžka prvej fázy v rokoch

i_k = kalkulovaná úroková miera

PH = pokračujúca hodnota

Pokračujúca hodnota vyjadruje hodnotu podniku za druhú fázu, respektíve hodnotu očakávaných peňažných tokov od konca prvej fázy až do nekonečna. (Mařík, 2011, str. 178-179)

Hodnotu druhej fázy je možné vypočítať napríklad pomocou jednoduchej perpetuity, Gordonového vzorca alebo parametrického vzorca. Nižšie sú uvedené vzorce, ktoré prislúchajú jednotlivým prístupom.

1. Jednoduchá perpetuita

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{FCF_{T+1}}{i_k} \quad (7)$$

Kde: FCF_{T+1} = volný peňažný tok v prvom roku druhej fázy

i_k = diskontná miera

2. Gordonov vzorec – konštantne rastúca perpetuita

$$\text{Pokračujúca hodnota} = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g} \quad (8)$$

Kde: FCF_{T+1} = volný peňažný tok v prvom roku druhej fázy

i_k = diskontná miera

g = miera rastu

3. Parametrický vzorec

$$\text{Pokračujúca hodnota} = \frac{KPV_{T+1}(1 - \frac{g}{r_i})}{i_k - g} \quad (9)$$

Kde: KPV_{T+1} = korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

r_i = rentabilita čistých investícií

i_k = diskontná miera

g = miera rastu

Gordonov vzorec je primárne používaný v prípadoch, kedy prvá fáza trvá 4 – 14 rokov a druhá fáza bude mať stabilný a trvalý rast FCF. Diskontná miera druhej fázy je väčšinou prevzatá z fázy prvej. Je teda treba odhadnúť iba dlhodobé tempo rastu. (Mařík, 2011, str. 183-184)

Parametrický vzorec pracuje s dvoma generátormi hodnoty – tempom rastu (g) a očakávanou rentabilitou čistých investícií (r_i). Tá je odvodená od rentability investovaného kapitálu. Platí pritom, že podnik vytvára novú hodnotu iba v prípade, že rentabilita investovaného kapitálu je vyššia, než náklady na kapitál. (Mařík, 2011, str. 186)

Mařík (2011, str. 201) uvádza vo svojej publikácii schému pre výslednú hodnotu podniku. Tá sa vypočíta odčítaním hodnoty úročeného cudzieho kapitálu od prevádzkovej hodnoty v brutto vyjadrení a následným pripočítaním hodnoty aktív, ktoré nie sú pre podnik prevádzkovo nutné.

Koller, Goedhart a Wessels (2015, str. 19) tiež uvádzajú vzťah medzi tempom rastu, ROIC a Cash Flow. Rozložením Cash Flow do zložky tempa rastu a zložky ROIC je dôležitým krokom pri zisťovaní, aké sú hlavné príčiny výkonu spoločnosti. Samotný pohľad na rastúci Cash Flow totiž nevie správne napovedať, príčinu rastu. Tých môže byť totiž hneď niekoľko, od rastu výnosov, cez zníženie investícií či odpredania majetku až po zníženie marketingových/administratívnych nákladov.

Pre spoločnosti je vo všeobecnosti výhodné zvyšovať hodnotu ROIC, keďže platí pravidlo, že pri zachovaní ostatných podmienok a raste ROIC rastie tiež hodnota spoločnosti. To isté však neplatí pre mieru rastu. Ak sa totiž hodnota ROIC dostane pod hodnotu nákladov na kapitál, potom platí, že čím vyššia je miera rastu, tým viac klesá hodnota spoločnosti. Na obrázku č. 3 je vidieť, že pri rovnakej hodnote ROIC a nákladov na kapitál nezáleží na miere rastu, hodnota bude rovnaká akokoľvek sa management spoločnosti bude snažiť. Koller, Goedhart a Wessels (2015, str. 24)

Tempo rastu	3%	800	1100	1400	1800
	6%	600	1100	1600	2100
	9%	400	1100	1900	2700
		7%	9%	13%	25%
		ROIC			

Obrázok 3 Vzťah medzi ROIC a tempom rastu
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Koller, Goedhart a Wessels, 2015, str. 22)

Z tejto tabuľky je však možné vyčítať aj ďalšiu zaujímavú skutočnosť. Ak má spoločnosť dostatočne vysokú úroveň ROIC, dodatočným zvyšovaním ROIC síce zvýši svoju hodnotu, no rast hodnoty bude nízky. V prípade spoločností, ktoré už majú hodnotu ROIC aspoň na úrovni 20%, je omnoho výhodnejšie zamerať sa na mieru rastu. Koller, Goedhart a Wessels (2015, str. 24)

3.3.3 Metóda DCF equity

Metóda DCF entity funguje na princípe výpočtu s vlastním kapitálom podniku. Pri tomto výpočte priamo počíta zmeny zadlženia a úroky, vďaka čomu sú toky a hodnota pre vlastníkov viditeľné v celom priebehu výpočtu. Aj u tejto metódy je potrebné stanoviť voľné peňažné toky, konkrétne FCFE – Free cash flow to equity. (Mařík, 2018, str. 21-23)

FCF equity vyjadruje podľa Pinta et al. (2015, str. 297) čistý peňažný tok pre vlastníkov po odčítaní všetkých operatívnych nákladov, úrokov, investícií do ČPK a fixného kapitálu.

Táto metóda je vo veľkej miere využívaná finančnými inštitúciami, kde cudzí kapitál plní inú funkciu, ako pri ostatných obchodných spoločnostiach. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 140)

Úplná a skrátaná schéma výpočtu FCFE sú zobrazené v tabuľke č. 2.

Tabuľka 2 Schéma výpočtu FCFE (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Mařík, 2018, str. 22)

1.	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pred zdanením (KPVH _D)
2.	- Nákladové úroky
3.	= Korigovaný výsledok hospodárenia pred daňou
4.	- upravená daň pripadajúca na korigovaný VH
5.	= Korigovaný výsledok hospodárenia po dani
6.	+ Odpisy
7.	+ Ostatné náklady, ktoré nie sú výdajmi v danom období
8.	- Investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu
9.	- Investície do prevádzkovo nutného dlhodobého majetku
10.	- splátky úročeného cudzieho kapitálu
11.	+ prijatie nového úročeného cudzieho kapitálu
12.	= voľné peňažné toky pre vlastníkov (FCFE)
1.	Voľné peňažné toky do firmy (FCFF)
2.	- Nákladové úroky * (1 - daňová sadzba)
3.	- Splátky úročeného cudzieho kapitálu
4.	+ Prijatie nového úročeného cudzieho kapitálu
5.	= voľné peňažné toky pre vlastníkov

Výslednú hodnotu dostávame diskontovaním peňažných tokov nákladmi vlastného kapitálu pri danej miere zadlženia. Pokračujúca hodnota sa dá vyjadriť večnou rentou alebo Gordonovým vzorcom. (Mařík, 2011, str. 206)

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

Kde:

i_k = kalkulovaná úroková miera na úrovni nákladov na VK pri konkrétnej miere zadlženia podniku

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

3.3.4 Metóda DCF APV

Táto metóda je zo spomenutých využívaná najmenej. Ide o dvojkrovú metódu, pričom brutto hodnota je zložená z dvoch častí:

1. Výnosová hodnota nezadlženej spoločnosti počítaná pomocou FCFF diskontovaných nezadlženými nákladmi VK
2. Pripočítaním hodnoty daňového štítu, ak je podnik čiastočne financovaný úročeným cudzím kapitálom (Mařík, 2018, str. 23)

Výhoda tejto metódy tkvie v skutočnosti, že sa pri výpočte ignoruje kapitálová štruktúra podniku a nie je treba odhadovať hodnotu kapitálu. (Jakubec a Kardoš, 2016, str. 141)

3.3.5 Diskontná miera pri metódach DCF

Pinto et al. (2015 str. 45) definuje diskontnú mieru ako kompenzáciu požadovanú investormi za odklad ich spotreby, pričom sa táto miera rovná bezrizikovej úrokovej miere plus výške kompenzácie za riziko spojené s cash flow. Práve diskontná miera je veľmi dôležitou súčasťou oceňovania.

Pri každej zo spomínaných variant metód DCF sa používa diskontná miera na inej úrovni. Metóda DCF entity používa diskontnú mieru na úrovni priemerných vážených nákladov kapitálu (WACC), metóda DCF equity používa diskontnú mieru danú nákladmi na vlastný kapitál pri konkrétnej úrovni zadlženia a metóda DCF APV používa pre určenie hodnoty firmy diskontnú mieru na úrovni nákladov vlastného kapitálu pri nulovom zadlžení a pri určovaní hodnoty daňového štítu sa daňové úspory diskontujú nákladmi cudzieho kapitálu. (Mařík, 2011, str. 206)

Priemerné vážené náklady na kapitál

WACC predstavujú vážený priemer požadovaných mier návratnosti z požičaných vlastných a cudzích zdrojov, očistených od daní. Vážené priemery sú pritom dané podielom hodnoty týchto zdrojov a celkovej hodnoty. (Pinto et al., 2015, str. 299)

Massari, Gianfrante a Zanetti (2016, str. 178) špecifikujú, že WACC pomáhajú manažérom spoločností porozumieť aký vplyv má dlh na hodnotu investície a že investícia má byť posudzovaná na základe dlhodobej kapitálovej štruktúry a nie na základe peňažného mix u použitého na jej financovanie.

Mařík (2018, str. 20) uvádza pre výpočet WACC danú rovnicu:

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{CK} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{VK} \quad (11)$$

Kde:

WACC = priemerné vážené náklady na kapitál

d = sadzba dane z príjmu

CK = cudzí úročený kapitál

n_{VK} = náklady na vlastný kapitál

VK = vlastný kapitál

n_{CK} = náklady na cudzí kapitál

K = investovaný kapitál (K = CK + VK)

Podľa Pinto et al. (2015, str. 299) výška WACC závisí od rizikovosti peňažných tokov s nimi spojených. To potvrdzuje aj Dluhošová et al. (2010, str. 115) a dodáva, že náklady na kapitál sa skladajú z rizikovej prémie R_P a bezrizikovej sadzby R_F .

Ako už bolo spomenuté, pri výpočte WACC je treba určiť veľkosť nákladov na vlastný a cudzí kapitál. Určenie nákladov na cudzí kapitál je pomerne jednoduché, ide totiž o úroky, ktoré podnik platí svojmu veriteľovi. Tento úrok pritom musí byť znížený o daňový štít. (Knápková et al., 2017, str. 158).

Úroková miera je závislá na dobe, na ktorú je úver poskytnutý, očakávanej efektívnosti a bonite dlžníka. (Dluhošová et al., 2010, str. 120)

Náklady na vlastný kapitál sú vo všeobecne pre podnik vyššie, než náklady na cudzí kapitál, z dôvodu vyššieho rizika a možnosti uznať nákladové úroky ako daňový náklad. (Dluhošová et al., 2010, str. 121)

Existuje viacero metód výpočtu nákladov na vlastný kapitál. Môže ísť o model oceňovania kapitálových aktív (CAPM), model diskontovaných dividend, stavebnicový model alebo model založený na priemernej rentabilite vlastného kapitálu v odvetví. (Knápková et al., 2017, str. 158)

Model CAPM je založený na predpoklade efektívneho diverzifikovania portfólia investormi a je používaný ako bankami, tak konzultačnými spoločnosťami po celom svete. (Massari, Gianfrante a Zanetti, 2016, str. 205)

Nevýhodou tejto metódy môže byť, že vychádza čisto z historických dát a je treba predpokladať, že tieto dáta poskytnú vhodný podklad na predpoveď budúcnosti. Z tohto dôvodu sú náklady na vlastný kapitál zistené daným prístupom označované prívlastkom *ex post*. (Mařík, 2018, str. 311-312)

Massari, Gianfrante a Zanetti (2016, str. 204) vzorec pre CAPM vyjadrujú pomocou rovnice:

$$R_i = R_f + \beta_i * (R_m - R_f) \tag{12}$$

Kde

R_i = náklady na vlastný kapitál aktíva i

R_f = bezriziková úroková miera (všeobecne miera výnosnosti štátnych dlhopisov)

β_i = miera citlivosti výnosov z aktíva i na tržný index (relatívna rizikovosť)

R_m = výnosnosť kapitálového trhu

Bezriziková miera je definovaná ako očakávané výnosy z dlhodobých investícií pri garantovanej návratnosti. Pováčšine je táto miera rovná výnosnosti 10 ročných štátnych dlhopisov.

Riziková prémie je prémie požadovaná investormi za investovanie do rizikového kapitálu. Zahŕňa v sebe aj akúsi mieru averzie, ktorú majú investori voči riziku. (Damodaran, 2011, str. 50)

Ukazovateľ β je vo všeobecnosti vyjadrený vzťahom výnosov akcií k výnosom trhu za pomoci jednoduchej regresie. Kalkulácia tohto koeficienta môže byť uskutočnená viacerými spôsobmi. Môže to byť na základe historickej výnosnosti, podľa typu výnosnosti a doby trvania alebo cez tržný index. Je možné tiež využiť ukazovateľ beta na základe príslušného odvetvia, do ktorého spoločnosti spadajú, respektíve využiť betu porovnateľných spoločností. (Massari, Gianfrante a Zanetti, 2016, str. 212-214)

4 FAKTOR ČASU A RIZIKA

4.1 Vplyv času na hodnotu

Jedno z najznámejších tvrdení pri oceňovaní a v ekonómii všeobecne hovorí, že koruna/euro/dolár získaná dnes má vyššiu hodnotu než koruna/euro/dolár získaná v budúcnosti. Vďaka súčasnej hodnote sme schopní presne určiť, akú hodnotu bude mať pre nás práve koruna získaná niekedy v budúcnosti.

Damodaran (2011, str.19) udáva tri skupiny dôvodov, prečo je súčasná hodnota koruny vyššia, než tá budúca:

1. Ľudia uprednostňujú súčasnú spotrebu pred spotrebou budúcou – aby sa tento fakt otočil, musí dôjsť k výraznému zvýšeniu sľúbeného výstupu v budúcnosti.
2. Pri menovej inflácii sa hodnota meny v čase znižuje – keď inflácia rastie, znamená to, že sa znižuje kúpna sila meny.
3. Sľúbený peňažný tok nemusí byť uskutočnený – s každým zvýšením rizika sa znižuje hodnota.

Súčasnú hodnotu peňažných tokov sme schopní dostať vďaka diskontovaniu. Dôležitou súčasťou tohto výpočtu je diskontná sadzba, ktorú možno považovať za zložku očakávaného skutočného výnosu, miery inflácie a prémie (príplatku) z neistoty spojenej s cash flow.

Poznáme päť druhov cash flow:

1. Jednoduchý cash flow – po vyjadrení budúcich peňažných tokov súčasnou hodnotou je možné hodnotu sčítať a porovnať.
2. Anuita – vyjadruje nepretržitý peňažný tok v stálych intervaloch po určitú dobu. Hodnota je potom získaná súčtom diskontovaných cash flow z daných intervalov.
3. Rastúca anuita – funguje podobne ako anuita, no peňažné toky v priebehu daného obdobia konštantne rastú. Konštantný rast vieme vyjadriť pomocou miery rastu = g . Miera rastu musí byť rovnaká v každom intervale.
4. Perpetuita - Obdobie nie je ohraničené a cash flow je generovaný do nekonečna. Jeden z najznámejších príkladov perpetuity je takzvaný večný dlhopis = konzola.
5. Rastúca perpetuita - je špecifická tým, že podobne ako u rastúcej anuity dochádza do nekonečna ku konštantnému rastu cash flow. Damodaran (2011, str.19)

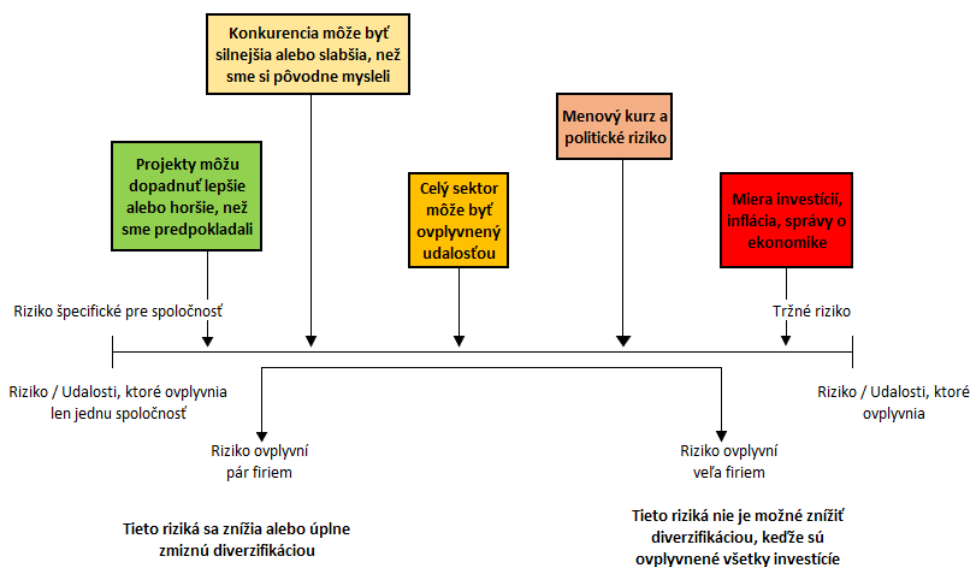
4.2 Riziko a jeho rola v oceňovaní

Aj keď neexistuje žiadna univerzálna definícia rizika, vo poňatí rizikového managementu je riziko chápané ako možné poškodenie alebo potencionálna strata pozície čistého aktíva bez potencionálnych ziskov na vyrovnanie tejto straty. (Wolke, 2017, str. 1)

Damodaran (2014, str. 93) riziko definuje ako vystavenie sa nebezpečenstvu alebo hazardu. Manažovanie rizika pritom chápe ako spojenie nebezpečenstva a príležitosti. To krásne odráža princíp investovania, kedy pri podstúpení vyššieho rizika investor očakáva vyšší zisk.

Aby sme boli schopní určiť rizikovosť u peňažných tokov, musíme využiť diskontnú mieru, ktorá túto rizikovosť vyjadruje. Vo všeobecnosti je potrebné zakomponovať do nákladov na cudzí kapitál (úver) prirážku za riziko nezaplatenia (default risk) spojené s týmto cudzím kapitálom a do nákladov na vlastný kapitál zahrnúť akciové riziko (risk premium for equity risk). (Damodaran, 2012, str. 81)

Počiatky merania rizika a jeho definovanie sa datujú do 50-tych rokov 20. storočia. Harry Markowitz vtedy naznačil, prečo je potrebné pre zníženie rizika diverzifikovať portfólio. Dôvody ilustruje obrázok č. 4.



Obrázok 4 Dôvody pre diverzifikáciu portfólia
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Damodaran, 2011, str. 25)

Pri výpočte diskontnej miery poznáme však primárne dva typy rizika, a to:

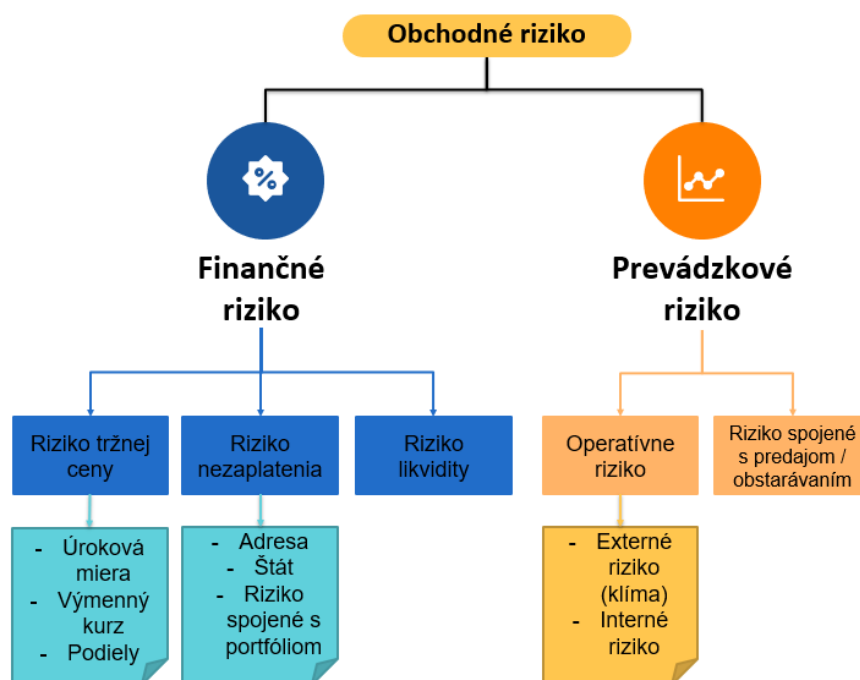
- Riziko obchodné a finančné – vhodné pre zostavenie rizikových prirážok v rámci diskontnej miery podľa čiastkových rizík.

- Riziko systematické a nesystematické – vhodné pre pochopenie, k akému účelu má dané ocenenie, a teda aj diskontná miera, slúžiť. (Mařík, 2011, str. 41)

4.2.1 Obchodné riziko

„Obchodné riziko je dané premenlivosťou čistých výnosov, ktorá je spôsobená predovšetkým premenlivosťou predaja alebo úrovňou fixných prevádzkových nákladov.“ (Mařík, 2011, str. 42)

Rozdelenie obchodného rizika veľmi dobre znázornil Wolke (2017, str. 7), ktorý sa však jemne odkláňa od Maříka (2011, str. 42) , ktorý predajné riziko radí pod obchodné a nezávisle od obchodného rizika leží finančné riziko. Wolke obchodné riziko delí na finančné a prevádzkové, pričom predajné riziko spadá pod prevádzkové. Toto rozdelenie môžeme vidieť na obrázku č. 5.



Obrázok 5 Rozdelenie obchodného rizika
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Wolke, 2017, str. 7)

4.2.2 Finančné riziko

Finančné riziko je podľa Maříka (2011, str. 44) závislé na veľkosti fixných finančných nákladov. Do týchto nákladov spadajú napríklad nákladové úroky alebo leasingové splátky. Finančné riziko sa dá merať dvoma spôsobmi:

1. Pomocou stupňa finančnej páky

2. Pomocou ukazovateľov zadlženosti a likvidity

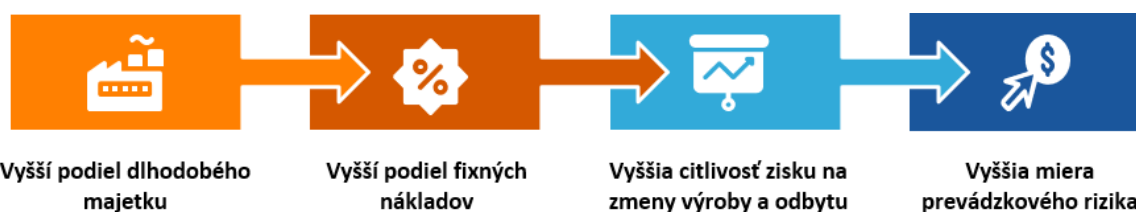
Medzi tieto ukazovatele sa dá zaradiť aj pracovný kapitál. Problém hrozí najmä v tom prípade, že ho má spoločnosť záporný. (Mařík, 2011, str. 44)

Finančné riziko zahŕňa straty z majetku, ktoré môžu nastať vďaka neistote ohľadom budúcich peňažných tokov alebo straty ovplyvnené negatívnou výkonnosťou cenných papierov finančných spoločností. (Wolke, 2017, str. 115)

4.2.3 Prevádzkové riziko

Dané riziko je primárne poznačené prevádzkovou pákou, respektíve podielom fixných nákladov na celkových prevádzkových nákladoch. Dopátrať sa k hodnote fixných aktív je pomerne komplikované, platí však, že čím vyšší je podiel dlhodobého majetku na celkovom majetku, tým vyšší bude aj podiel fixných nákladov na celkových nákladoch.

Pokiaľ má spoločnosť vysoké variabilné náklady, budú sa prevádzkové zisky meniť v približne rovnakom pomere ako predaje. Pri vyšších fixných nákladoch sa pri klesajúcich predajoch náklady znížia len mierne. Výsledok hospodárenia sa vďaka tomuto faktoru výrazne zníži. To isté platí aj pri raste predajov. Náklady sa opäť príliš nezmenia, preto dôjde k vysokému výkyvu výsledku hospodárenia. Čím vyššie sú tieto výkyvy, tým vyššie je aj prevádzkové riziko, čo znázorňuje obrázok č. 6. (Mařík, 2011, str. 42-43)



Obrázok 6 Faktory ovplyvňujúce mieru prevádzkového rizika
(Zdroj: vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011, str. 43)

Operatívne riziko

Toto riziko je možné priradiť primárne do funkčnej oblasti výroby. Ide o riziko straty alebo nebezpečenstva plynúceho z možnosti zlyhania zamestnancov, procesov, systémov alebo vnútorných udalostí. (Wolke, 2017, str. 248-249)

Witzany (2013, str. 156) tvrdí, že operatívne riziko zahŕňa straty spôsobené zamýšľanou alebo nezamýšľanou ľudskou chybou, okradnutím, technologickým objavom alebo prírodnou katastrofou.

Predajné a nákupné riziko

Predajné riziko tkvie v možnosti, že očakávaný zisk nebude v dôsledku tržnej situácie dosiahnutý. Dá sa merať variabilitou čistých tržieb, závislou na variabilite dopytu v jednotlivých segmentoch trhu, diverzifikácií podnikových aktivít danej počtom trhov, ktoré podnik obsluhuje a na intenzite konkurencie. (Mařík, 2011, str. 42)

Nákupné riziko zahŕňa napríklad stratu z nedostupnosti nevyhnutných produkčných faktorov, ktorá spôsobí stratu zisku, stratu spôsobenú komplikáciami počas dopravy medzi dodávateľom a odberateľom, straty zo škôd v skladoch alebo problémy doručiť tovar spotrebiteľovi. (Wolke, 2017, str. 267)

4.3 Systematické a nesystematické riziko

V pohľade oceňovania je dôležitý aj pohľad na riziko v členení na systematické a nesystematické. Hlavným rozdielom medzi týmito rizikami je zdroj, ktorý ich spôsobuje.

4.3.1 Systematické riziko

Systematické riziko je častokrát označované ako riziko neodstrániteľné. Zdrojom tohto rizika sú makroekonomické faktory, pod ktoré patria politické, ekonomické prípadne sociálne faktory. Vďaka tomu sa dá tvrdiť, že systematické riziko ovplyvňuje celé odvetvia alebo všetky spoločnosti na trhu. (Borad, 2021)

Toto riziko sa delí na tri kategórie:

- Úrokové riziko
- Riziko inflácie
- Tržné riziko

4.3.2 Nesystematické riziko

Nesystematické riziko je riziko spojené s mikroekonomickými faktormi, preto sa dá definovať ako riziko ovplyvniteľné rozhodnutiami spoločnosti. Z definície je jasné, že nesystematické riziko postihuje konkrétnu spoločnosť alebo veľmi úzky okruh spoločností. (Borad, 2021)

Toto riziko sa delí na dve kategórie:

- Obchodné riziko
- Finančné riziko

5 POSTUP OCEŇOVANIA

Mařík (2011, str. 53) vo svojej publikácii definuje postup pri oceňovaní podniku. Samozrejme, postup nie je daný striktné, je treba ho prispôbiť účelu, za ktorým sa spoločnosť oceňuje alebo zvolených metód. Všeobecne je postup nasledovný:

1. Zber vstupných dát
2. Analýza dát
 - a. Strategická analýza
 - b. Finančná analýza
 - c. Rozdelenie aktív 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. Zvolenie metódy
 - b. Ocenenie na základe zvolených metód
 - c. Súhrnné ocenenie

5.1 Zber vstupných dát

Počiatočnou a veľmi dôležitou fázou oceňovania je získavanie vstupných dát. Ako prvé by sme mali získať základné dáta o spoločnosti. Tie môžeme nájsť v rôznych registroch a v interných materiáloch spoločnosti. Ďalej je treba získať ekonomické dáta. Tie sú súčasťou výročných správ a výkazov, prípadne správ audítorov. Dáta o relevantnom trhu získame vďaka segmentácii alebo faktorom vývoja trhu. Je dôležité tiež získať dáta o konkurencii alebo bariérach vstupu a o odbyte a marketingu, teda o cenách a cenovej politike konkurentov, odbytových cestách či výskume a vývoji. V neposlednom rade sa treba zamerať aj na výrobu a dodávateľov. Je potrebné získať dáta o certifikátoch, charaktere výroby či štruktúre dodávateľov. Posledným krokom je zistiť informácie o pracovnej sile a definovať napríklad fluktuáciu, produktivitu práce či o situácii na trhu. (Mařík, 2011, str. 54-56)

5.2 Strategická analýza

Strategickú analýzu podľa Petříka (2009, str. 100) možno považovať za komplexný a verifikovaný business plán, respektíve komplexnú analýzu celého podnikania danej spoločnosti, keďže pracuje ako s analýzami vonkajšieho potenciálu, tak s analýzou vnútorného potenciálu.

Na strategickú analýzu by mal byť kladený veľký dôraz, pretože len pri kvalitnej strategickej analýze nedochádza k povrchným záverom či skresleniu. Pri nekvalitnej analýze môže dôjsť k prijatiu nesprávnych strategických opatrení. (Jakubíková, 2013, str. 431-444)

Podľa Maříka (2011, str. 56) je hlavnou funkciou strategickej analýzy určiť celkový výnosový potenciál vybranej spoločnosti. Ten je vyjadrený podobne, ako vo SWOT analýze. Vonkajší potenciál predstavujú šance a riziká podnikateľského prostredia, vnútorný potenciál zase silné a slabé stránky podniku.

Postup pri strategickej analýze je nasledujúci:

- Zistenie relevantného trhu, jeho analýza a následná prognóza
- Analýza konkurencie a vnútorného potenciálu podniku
- Prognóza tržieb oceňovaného podniku

5.3 Finančná analýza

Podľa Růčkovej (2019, str. 1) najvýstižnejšia definícia finančnej analýzy tvrdí, že ide o systematický rozbor získaných dát, obsiahnutých primárne v účtovných výkazoch. Finančná analýza hodnotí minulosť a súčasnosť spoločnosti, a zároveň predpovedá budúce finančné podmienky.

Knápková et al. (2017, str. 17) taktiež tvrdí, že finančná analýza komplexne zhodnocuje finančnú situáciu podniku. Dopĺňa tiež, že vďaka finančnej analýze vieme zistiť veľa dôležitých informácií o podniku, a to napríklad či je podnik dostatočne ziskový, má dobré zloženie kapitálu, alebo či efektívne využíva aktíva.

Vďaka finančnej analýze je možné tiež povedať, či bude spoločnosť schopná získať dostatok finančných prostriedkov, aby aspoň vyrovnala náklady na kapitál. (Robinson, 2020, str.2)

Môžeme teda tvrdiť, že finančná analýza je neodmysliteľnou súčasťou finančného riadenia podniku. Je možné ju rozdeliť na tri previazané, postupné fázy. Prvou fázou je diagnóza základných indikátorov finančnej situácie. Nasleduje rozbor príčin danej situácie

a poslednou fázou je zistenie hlavných faktorov nežiaducej situácie s návrhom opatrení na ich odstránenie. (Dluhošová, 2010, str. 71)

5.3.1 Analýza pomerovými ukazovateľmi

Pomerové ukazovatele sa používajú ako primárny nástroj pri rozbere účtovných výkazov. Je to hlavne z dôvodu jednoduchosti získania podkladových dát, ktoré sa nachádzajú priamo v účtovných výkazoch spoločnosti. Kategórie pomerových ukazovateľov sú uvedené na obrázku č. 7. (Růčková, 2019, str. 210 – 224)

Nevýhodou pomerových ukazovateľov je, že neposkytujú odpoveď na otázku, čo stojí za ich hodnotou, ale sú len aspektom výkonnosti spoločnosti. Poskytujú však pohľad na väzby v rámci spoločnosti, čo pomáha pri predpovedi ziskov a FCF, dá sa vďaka nim ľahko porovnať výkon spoločnosti a konkurencie alebo celého odvetvia. (Robinson, 2020, str. 242)



Obrázok 7 Kategórie pomerových ukazovateľov (Zdroj: vlastné spracovanie)

5.3.2 Analýza absolútnych ukazovateľov

Absolútne ukazatele sú definované stavovými a tokovými veličinami tvoriacimi účtovné výkazy. (Vochozka, 2011, s. 19)

Horizontálna analýza má za úlohu porovnať zmenu položiek v čase a vertikálna analýza percentuálne vyjadrenie položky v rámci celku. (Knápková, 2017, str. 71)

Zistením percentuálnych podielov vieme určiť, do akých aktív spoločnosť investovala, pričom sa pri investovaní zameriava na výnosnosť, likviditu a mieru finančného rizika. Tiež sa z nej dá odčítať, či boli zdroje krytia vlastné alebo cudzie. (Strouhal, 2013, str. 208 - 209)

5.3.3 Pyramídový rozklad

Finančné ukazatele je možné analyzovať aj pomocou sústav ukazovateľov. Táto sústava môže byť buď v paralelnej alebo pyramídovej sústave. Pyramídová sústava je matematicky

previazaná a vrcholový ukazovateľ sa postupne rozpadá na čiastkové ukazovatele. (Dluhošová, 2010, str. 92)

Rozklad ukazovateľov v sústave môže byť buď aditívny alebo multiplikatívny. Ako už názov napovedá, aditívny rozklad predstavuje rozdiel alebo súčet dvoch a viac ukazovateľov a multiplikatívny rozklad súčin alebo podiel dvoch a viac ukazovateľov. (Růčková, 2019, str. 334 – 347)

5.4 Rozdelenie aktív na prevádzkovo nutné a nenutné

Ak je to aspoň trochu možné, mali by byť aktíva spoločnosti očistené a rozdelené na prevádzkovo nutné a nenutné. Súbežne s týmto postupom by pri odstránení prevádzkovo nenutných aktív mali byť odstránené prislúchajúce náklady a výnosy. (Mařík, 2011, str. 118)

Pokiaľ nedôjde k rozdeleniu aktív na prevádzkovo nutné a nenutné, môže dôjsť k nesprávnemu oceneniu a eventuálnemu ničeniu hodnoty. (Krabec, 2009, str. 221)

Najčastejšie prevádzkovo nenutné aktíva je možné rozdeliť do troch skupín:

1. Krátkodobý finančný majetok – Prevádzkovo nenutnú časť tvoria najmä strategické finančné rezervy. Takisto je to aj v prípade dosiahnutia vyššej čiastky, než je z hľadiska prevádzky potrebné pre zaistenie likvidity. (Knápková et al., 2017, str. 156)
2. Dlhodobý finančný majetok – medzi prevádzkovo nenutné dlhodobé aktíva môžu patriť portfóliové investície, keďže sa v prípade nadbytočnej likvidity používajú ako jeden z nástrojov na jej riadenie. (Knápková et al., 2017, str. 156)
3. Ostatné prevádzkovo nepotrebné aktíva – ide napríklad o nájomné byty, pohľadávky nesúvisiace s hlavnou činnosťou, nedobytné, vykazované pohľadávky či nadbytočné budovy a zariadenia. (Mařík, 2011, str. 122)

5.5 Analýza a prognóza generátorov hodnoty

Identifikácia generátorov hodnoty je v podniku jednou z kľúčových činností. Vďaka nim sa management môže zamerať na činnosti, ktoré budú mať na hodnotu podniku najvyšší dopad. Generátory hodnoty sa delia na tri skupiny:

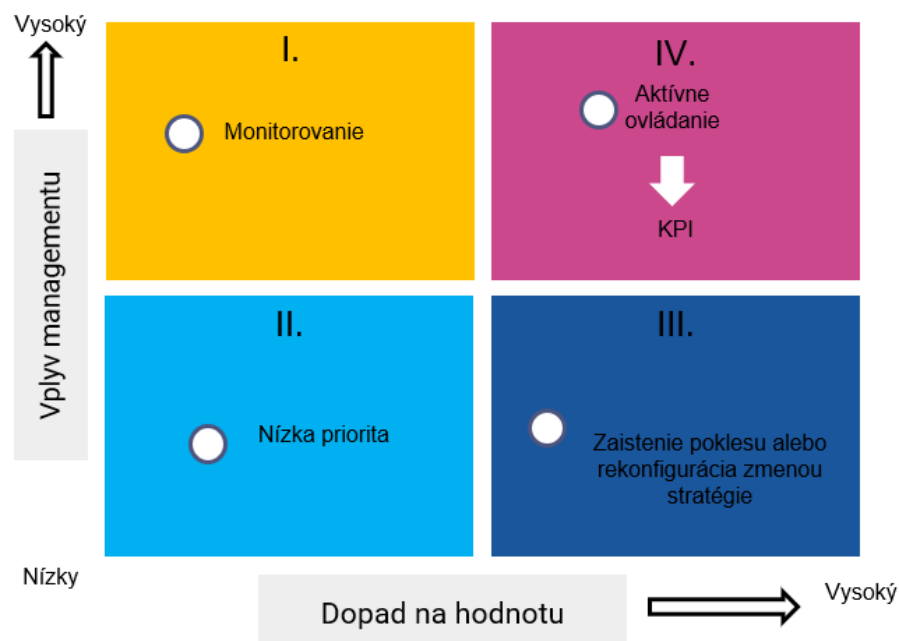
- Generátory rastu
- Generátory efektívnosti

- Generátory finančné

Väčšina manažérov síce je schopná určiť, aké premenné ovplyvňujú výsledky spoločnosti, no občas je ich tak veľa, že je ťažké sa sústrediť iba na tie naozaj kľúčové. Práve preto existujú dve kritériá, ako v nich nájsť kľúčové generátory hodnoty:

- Generátory hodnoty musia mať výrazný dopad na hodnotu spoločnosti
- Musia byť kontrolovateľné

Pre ľahšie pochopenie vznikla matica generátorov hodnoty, vid' obrázok č. 8, zobrazujúca rámec pre ich prioritizáciu. (L.E.K. CONSULTING, 2017, str. 1-2)



Obrázok 8 Matica generátorov hodnoty

(Zdroj: vlastné spracovanie podľa L.E.K. CONSULTING, 2017, str.2)

Vďaka analýze generátorov hodnoty dostávame lepší pohľad na minulosť podniku a vytvárame základ pre finančný plán podniku, ktorý by mal byť už len rozvedením generátorov. (Mařík, 2011, str.126)

5.6 Finančný plán

Finančné plánovanie je súbor činností uskutočňovaných s cieľom predpovedať budúce efekty uskutočnených finančných a investičných rozhodnutí, vďaka ktorému je v budúcnosti možné porovnať dosiahnuté výsledky so skutočnosťou. (Růčková a Roubíčková, 2012, str. 758 - 766)

Hlavné finančné výkazy tvoriace plán sú výkaz zisku a strát, súvaha a výkaz Cash Flow. Tieto výkazy tvoria podklad pri oceňovaní podniku niektorou z výnosových metód. Aby bolo možné zostaviť plánované výkazy, je treba doplniť plán financovania, plánované hodnoty menej významných položiek, doplniť položky nesúvisiace s hlavnou činnosťou podniku, predpokladané výplaty dividend/podielu na zisku a ostatné formálne dopočtu. (Mařík, 2011, str. 149-152)

6 ZHRNUTIE TEORETICKEJ ČASTI

Teoretická časť práce obsahuje rozsiahlu literárnu rešerš založenú na veľkom množstve zahraničných, slovenských a českých zdrojov. Je zložená z piatich kapitol, ktoré na seba logicky nadväzujú a vytvárajú celok prinášajúci základné informácie z oblasti oceňovania.

Prvá kapitola zahŕňa základné princípy tvorby hodnoty a rozdiely medzi vnútornou hodnotou pozostávajúcou z očakávania investora, respektíve z jeho vlastného pohľadu a relatívnou hodnotou, ktorá jednoducho porovnáva aktíva s cenami podobných aktív.

Na dané poznatky nadväzuje kapitola zaoberajúca sa jednotlivým kategóriám hodnoty, vykazujúcim značne odlišné znaky. Dané kategórie kapitola stručne rozoberá.

S jednotlivými kategóriami úzko súvisia tiež metódy popísané v tretej kapitole. Tie sú rozdelené na výnosové metódy, metódy založené na aktuálnej situácii na trhu a na metódy založené na ocenení podnikového majetku. Všetky tieto metódy sú postupne detailnejšie popísané a rozvedené, keďže v praktickej práci budú niektoré z nich použité ako nosné metódy oceňovania.

Následne je uvedená kapitola, ktorá popisuje faktor času a rizika na oceňovanie, keďže tieto dva faktory hodnotu podniku značne ovplyvňujú. Faktor času bude potrebný najmä pri výpočtoch hodnoty pomocou výnosových metód, keďže je potrebné výsledky diskontovať. Faktor rizika vplýva na podnik ako celok a je prítomný aj pri výpočtoch diskontnej miery, ktorá je opäť neodmysliteľnou časťou oceňovania.

Všetky poznatky získané v predošlých štyroch kapitolách sú využité pri rôznych fázach oceňovania. Samotný postup oceňovania sa nachádza v poslednej kapitole teoretickej časti. Vo všeobecnosti sa tento postup delí na 4 časti, a to zber vstupných dát, analýza dát, zostavenie finančného plánu a samotné ocenenie. Samozrejme, všetky tieto časti obsahujú ďalšie podbody, ktoré majú byť uskutočnené a v danej kapitole sú všetky rozpísané a vysvetlené.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

7 POPIS SPOLOČNOSTI

Česká zbrojovka Group SE (CZG) je jedným z najväčších výrobcov zbraní a taktického príslušenstva. Ako skupina operuje od roku 2013, no história Českej Zbrojovky siaha až do roku 1936, kedy bolo v pláne postaviť podnik čo najviac od západných hraníc ohrozených nacistickým Nemeckom. V tom čase išlo o jednu z najmodernejších výrobných spoločností na svete. Portfólio produktov tejto spoločnosti je vďaka histórii značne rozsiahle. V súčasnosti preto zahŕňa zbrane pre široké spektrum zákazníkov, od armádnych a policajných zložiek, cez športovcov a poľovníkov až po širokú verejnosť. Medzi najznámejšie dlhé zbrane spoločnosti patria momentálne CZ Bren 2 alebo CZ Scorpion EVO 3, pri pištoľach je to produktová línia CZ 75 alebo CZ P-09. V minulosti treba spomenúť hlavne samopal vzor 61 Škorpión alebo samopaly vzor 48 a 58.

Predstavenstvo spoločnosti pozostáva zo siedmich členov, vid' obrázok č. 9. Riaditeľom spoločnosti a hlavou predstavenstva je Lubomír Kovařík. Okrem predstavenstva má spoločnosť taktiež dozornú radu či odbor pre audit. Čo sa týka ochrany životného prostredia, spoločnosť sa snaží dlhodobo znižovať negatívne vplyvy a využívať vo väčšej miere digitalizáciu či sa zameriavať na udržateľnosť. V sociálnej oblasti sa spoločnosť zameriava najmä na znižovanie fluktuácie zamestnancov, ktorá je momentálne pod úrovňou 4,5%, ktorú si spoločnosť nastavila ako limit. Okrem toho ponúka CZG svojim zamestnancom možnosť koučingu a podporuje viac ako 60 charít. V rámci riadenia či dohľadu má spoločnosť stanoveného kontrolóra, ktorý dohliada na dodržiavanie etického kódexu. Zavedených je tiež niekoľko dokumentov upravujúcich zásady slušného správania a pohybu na internete, keďže kyber-ochrana je jednou z najvyšších priorít.



Obrázok 9 Predstavenstvo spoločnosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

7.1 Ciele

Aktuálnym strategickým cieľom spoločnosti je zvyšovanie podielu na americkom trhu a európskom trhu a zabezpečiť budúci rast hlavne v oblasti armádnych a policajných zložiek. Aby došlo k zvýšeniu podielu, chce CZG zvýšiť množstvo vyrobených zbraní a zväčšiť ponuku produktov, čo chce doceliť rozšírením produkcie vo svojich výrobných halách v Českej republike a optimalizáciou už zavedenej výroby. V súčasnosti je tiež vo výstavbe výrobná hala v Little Rock, Arkansas, ktorá má zvýšiť produkciu priamo v USA, čo pomôže znížiť náklady spoločnosti a otvorí nové možnosti, ako je napríklad možnosť zúčastniť sa tendrov s armádou a policajnými zložkami, čo je teraz možné len v limitovanej podobe, keďže existuje príliš veľa reštrikcií. Vďaka spolupráci s inými spoločnosťami by sa mala tiež rozšíriť ponuka optiky, čo sa prejaví v konfigurátore, ktorý pre zákazníkov nedávno spustila. V pláne je tiež vytvorenie a zavedenie špeciálnych tréningových programov pre policajné zložky.

V neposlednom rade sa CZG snaží neustále rozvíjať aj vďaka akvizíciám a majoritným alebo minoritným podielom v iných spoločnostiach. Pri výbere vhodných spoločností, do ktorých CZG investuje, sa zameriava najmä na podniky s dlhoročnými skúsenosťami so zameraním na armádu a policajné zložky, pričom má zriadenú aj vlastnú akvizičnú radu. Spoločnosť vykonala akvizície alebo má podiely vo firmách ako 4M SYSTEMS a.s., CARDAM s.r.o., VIBROM s.r.o. alebo Spuhr i Dalby AB. Najnovšie sa spoločnosť dohodla na akvizícií so spoločnosťou Colt, ktorá má v USA dlhoročnú tradíciu.

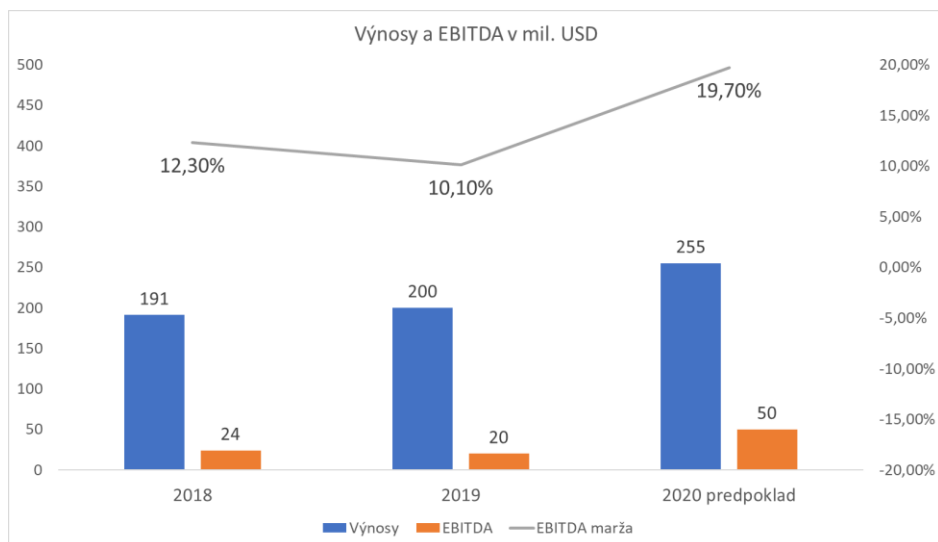
7.2 Akvizícia COLT Holding Company LLC

Spoločnosť Colt Holding Company LLC (Colt) je považovaná za jednu z najznámejších spoločností vyrábajúcich strelné a ručné zbrane pre civilistov, armádu, policajné zložky, ale tiež pre športovcov alebo zberateľov. Jej história siaha až do 50tych rokov 19-teho storočia. Dominantné postavenie dosiahla najmä pred prvou svetovou vojnou, kedy sa zaslúžila o popularizáciu revolverov. Výrobné podniky tejto spoločnosti sa nachádzajú vo West Hartford v Connecticute (USA) a Kitchener v Ontariu (Kanada).

7.2.1 Dôvody akvizície

Medzi hlavné dôvody akvizície patrí predovšetkým ambícia CZG upevniť svoju pozíciu v sektore zbraní vyrábaných pre armádu a policajné zložky, a to predovšetkým v oblasti severnej Ameriky. CZG taktiež potrebovala rozšíriť svoju výrobu v USA a akvizíciou chcela

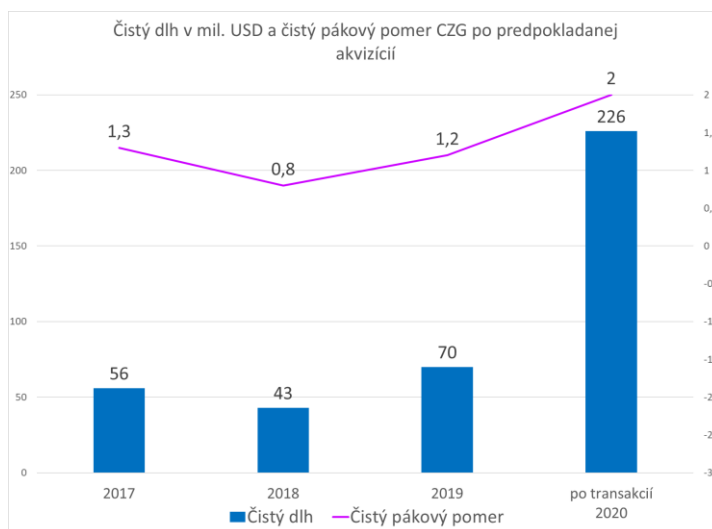
tiež získať výrazné posilnenie v oblasti obchodu a výskumu a vývoja. Hlavným cieľom však naďalej zostáva dosiahnuť výnosy vo výške 1 miliardy EUR do konca roka 2025, v čom by táto akvizícia mala CZG výrazne dopomôcť. Výnosy spoločnosti Colt sú zobrazené na obrázku č. 10.



Obrázok 10 Vývoj výnosov a EBITDA spoločnosti Colt
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

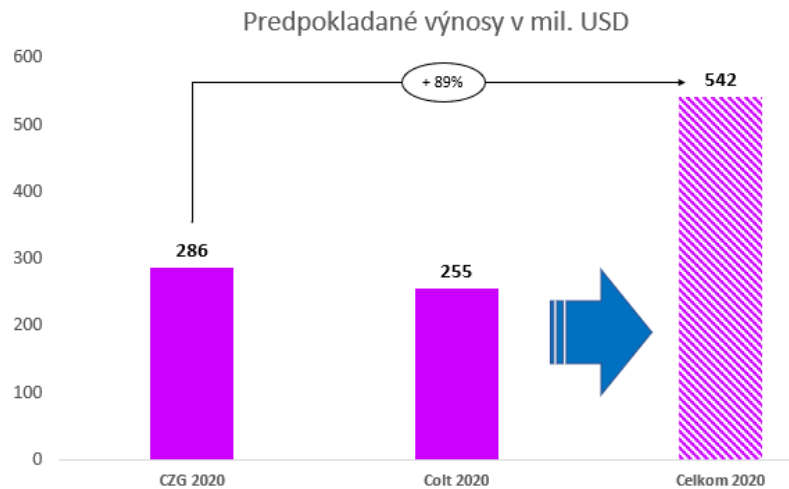
7.2.2 Predpokladané výsledky akvizície

Predpokladaná suma akvizície mala byť približne 205 miliónov USD. Daná transakcia mala byť pokrytá z 30-40% vlastnou peňažnou zásobou a z 60-70% úpisom nových dlhopisov. V post-akvizíčnej fáze sa hodnota čistého pákového pomeru (čistý dlh/EBITDA) mala pohybovať pod úrovňou 2,5, čo je znázornené aj na obrázku č. 11.



Obrázok 11 Čistý dlh v miliónoch USD a čistý pákový pomer CZG po akvizícii
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Z pohľadu výnosov by akvizíciou CZG mohla získať až o 89% vyššie hodnoty a vedela by sa tak dostať bližšie k svojmu cieľu, vid' obrázok č. 12.



Obrázok 12 Predpokladané výnosy CZG po akvizícií spoločnosti Colt
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

7.2.3 Dohoda o akvizícií

Dňa 11.2.2021 došlo k podpisu finálnej zmluvy o akvizícií. Akvizícia sa týkala ako spoločnosti Colt Holding Company LLC, tak zároveň aj dcérskej spoločnosti Colt Canada Corporation. Akvizícia CZG stála 220 miliónov v hotovosti a 1 098 620 kusov kmeňových akcií CZG. Dohoda tiež obsahuje doložku, že pri dosiahnutí určitých hodnôt EBITDA v rokoch 2021-2023 spoločnosť Colt získa ďalších 1 098 620 kusov kmeňových akcií. Celá transakcia musí ešte prejsť schválením regulačných orgánov a mala by byť vysporiadaná v prvej polovici tohto roku.

8 LEGISLATÍVA

Samozrejmosťou u každej spoločnosti vyrábajúcej zbrane je, že musí dodržiavať radu zákonov a regulácií. Zároveň sa musí riadiť etickým kódom a bezpečnostnou politikou.

8.1 Legislatíva v EÚ a ČR

. V rámci Európskej únie CZG delí regulácie do štyroch skupín, vid' obrázok č. 13, a sú to:

- **Výroba a obchod so strelnými zbraňami** – Hlavnou reguláciou v tejto oblasti bola do 26.4.2021 smernica 91/477/EEC. Táto smernica bola prijatá ešte pred vznikom Schengenského priestoru a mala slúžiť na zosúladenie cieľov trhu a bezpečnostných požiadaviek spojených s "civilnými" strelnými zbraňami. V roku 2008 bola doplnená smernicou 2008/51/EC. Členské štáty musia dodržiavať minimálne požiadavky stanovené v tejto smernici, ale môže dôjsť aj k sprísneniu týchto požiadaviek podľa potrieb daného štátu. Táto smernica výrazne ovplyvnila najmä Českú republiku, ktorá bola nútená zaviesť do svojich právnych predpisov prísnejšie regulácie. V roku 2017 bola opäť prijatá doplňujúca smernica 2017/853 a nakoniec bola pôvodná smernica k dátum jej ukončenia kodifikovaná novou smernicou 2021/555.
- **Narábanie so strelnými zbraňami** – V rámci nakladania so zbraňami sa napríklad Česká republika riadi priamo zákonom o strelných zbraniach a strelive. Tento zákon nadväzuje na predpisy EÚ a vďaka tomuto zákonu sú občania Českej republiky oprávnení nosiť so sebou skrytú zbraň určenú pre vlastnú obranu.
- **Vývoz nevojenských strelných zbraní** – V oblasti vývozu nevojenských strelných zbraní je v Európe v účinnosti nariadenie Európskeho parlamentu a Rady EÚ č. 258/2012. Toto nariadenie je prijaté v súlade s protokolom OSN proti nezákonnej výrobe a obchodovaniu so strelnými zbraňami, ich súčasťami a komponentmi a strelivom. Dopĺňa tiež dohovor OSN proti nadnárodnému organizovanému zločinu. Nariadenie má uľahčiť sledovanie pohybu strelných zbraní a bojovať proti nedovolenému obchodovaniu so zbraňami, strelivom a časťami zbraní.
- **Vývoz vojenských strelných zbraní** – Česká republika sa v oblasti vývozu vojenských strelných zbraní riadi zákonom č. 38/1994 o zahraničnom obchode s vojenským materiálom, doplnenom o zákon 248/2011. Povoľenie obchodovať s vojenským materiálom vydáva priamo Ministerstvo priemyslu a obchodu. Ku koncu apríla 2021 bol vývoz vojenských strelných zbraní povolený 308 spoločnostiam.



Obrázok 13 Legislatíva vzťahujúca sa k EÚ a Česku (Zdroj: vlastné spracovanie)

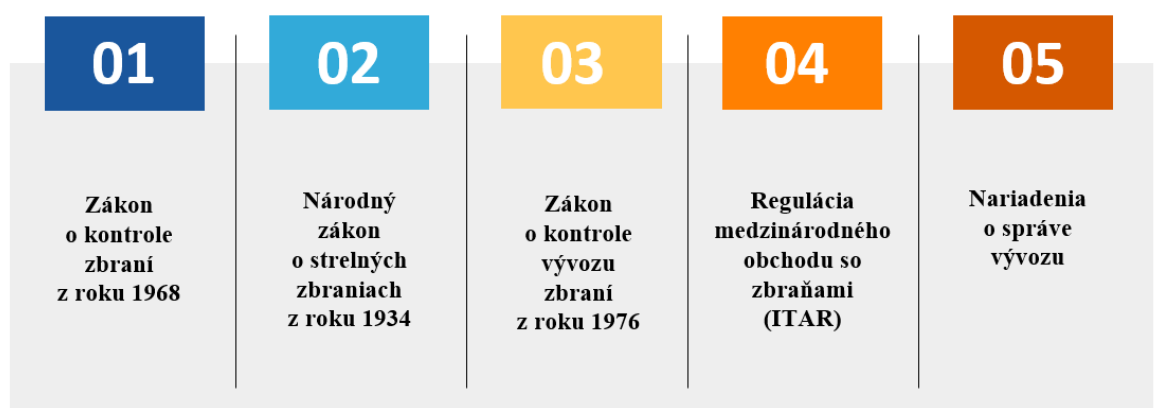
8.2 Legislatíva v USA

Výrobcovia, predavači aj nákupcovia strelných zbraní sa v USA musia riadiť celou radou regulácií, vid' obrázok č. 14, a to ako na úrovni štátnej, tak na úrovni federálnej. Medzi základné regulácie patria:

- **Zákon o kontrole zbraní z roku 1968** – zakazuje dovoz/vývoz strelných zbraní medzi štátmi s výnimkou výrobcov, obchodníkov a dovozcov s licenciou vydanou v súlade s týmto zákonom. Taktiež zákon zakazuje predaj zbraní a streliva maloletým osobám, narkomanom, psychicky nespôsobilým osobám a odsúdeným zločincom.
- **Národný zákon o strelných zbraňoch z roku 1934** – vďaka tomuto zákonu bola stanovená spotrebná daň z výroby a prevodu vybraných strelných zbraní a nariaďuje ich registráciu. To umožňuje väčší prehľad o tom, kto vlastní zbraň a pomáha pri vyšetrovaní zločinov. Existuje niekoľko kategórií regulovaných zbraní. Patria medzi ne guľomety, pušky a brokovnice s krátkou hlavňou, tlmiče a deštruktívne zariadenia typu granáty, bomby, rakety či zbrane na báze jedovatých plynov.
- **Zákon o kontrole vývozu zbraní z roku 1976** – zákon umožňuje prezidentovi USA možnosť rozhodovať o importe a exporte obranných zariadení či služieb. Zákon napríklad tiež stanovuje určité obmedzenia americkým obchodníkom a výrobcami zbraní, zakazuje im predaj určitých citlivých technológií určitým stranám a vyžaduje

dôkladnú dokumentáciu týchto obchodov. Od vlád štátov, do ktorých USA svoje zbrane vyváža, tento zákon vyžaduje, aby boli tieto zbrane využívané len na oprávnenú sebaobranu.

- **Regulácia medzinárodného obchodu so zbraňami (ITAR)** – riadi výrobu, predaj a distribúciu výrobkov a služieb v oblasti obrany a kozmického priestoru, definovaných v zozname USAML (United States Munitions List). Okrem raketometov, torpéd a iného vojenského zariadenia zoznam obmedzuje aj plány, schémy, fotografie a ďalšiu dokumentáciu použitú na výrobu vojenských zariadení riadeného ITAR. Regulácia nariaďuje, aby prístup k fyzickým materiálom alebo technickým údajom súvisiacim s obrannými a vojenskými technológiami bol obmedzený iba na občanov USA. To však spôsobuje problémy viacerým americkým spoločnostiam, ktoré operujú aj mimo územia USA. Zakazuje sa totiž zdieľať technické údaje s lokálnymi zamestnancami, ktorí nemajú povolenie od štátneho ministerstva. Existujú samozrejme aj výnimky, avšak tie sú väčšinou iba na stanovené a konkrétne účely.
- **Nariadenia o správe vývozu** – tieto nariadenia spravuje Úrad pre priemysel a bezpečnosť, ktorý je súčasťou amerického obchodného oddelenia. Upravujú či môže osoba vyvážať vec z USA, opätovne ju vyvážať z cudziny alebo prevádzať vec z jednej osoby na druhú v cudzine. Nariadenia sa vzťahujú ako na fyzické veci, tak na technológie a softvér.



Obrázok 14 Legislatíva vzťahujúca sa k operáciám v USA (Zdroj: vlastné spracovanie)

9 POPIS ODVETVIA

CZG spadá pod odvetvie obrany a letectva, no jeho najväčší konkurenti sú zaradení aj do odvetvia rekreačných produktov. Práve preto môžeme povedať, že CZG má s týmto odvetvím určitý typ prepojenia. Portfólio produktov v daných odvetviach je veľmi široké. Ide prevažne o revolvéry, krátke a dlhé zbrane, ale napríklad aj granátometry, rakety a samozrejme strelivo či ochranné prostriedky. Aj keď sa CZG neradí medzi popredné spoločnosti v odvetví, jej EBITDA marža a EAT marža dosahujú vyššie hodnoty, než hodnoty jej najväčších konkurentov.

9.1 Trendy v odvetví

Medzi najnovšie trendy v spomínaných odvetviach patria 3D tlač, využívanie uhlíkových vlákien, digitalizácia a IoT, prípadne vývoj hybridných zbraní.

9.1.1 3D tlač

Keďže dané odvetvia sú veľmi naviazané na výskum a vývoj, je jasné, že ich neobišiel ani trend využívania 3D tlače. Vďaka 3D tlači je možné veľmi rýchlo vyrobiť menšie či väčšie súčasti zbraní za pomerne nízku cenu. Spoločnostiam to umožňuje výrazne zredukovať náklady a znížiť výrobný čas.

9.1.2 Uhlíkové vlákna

Uhlíkové vlákna sa začali používať predovšetkým pri športových a poľovníckych zbraniach. Momentálne sa čoraz viac objavujú aj pri iných typoch, a to predovšetkým vďaka odľahčeniu zbraní a zvýšeniu ich odolnosti.

9.1.3 Digitalizácia a IoT

Digitalizácia a IoT neobišli samozrejme ani odvetvia, v ktorých operuje CZG. Pri zbraniach sa využívajú najmä technológia smart guns, pri ktorej sú do nich implementované niektoré novodobé technologické prvky, zvyšujúce bezpečnosť a sofistikovanosť. Medzi tieto prvky patria napríklad RFID alebo technológia rozpoznávania odtlačkov, ktorá umožňuje využívanie zbraní iba oprávneným osobám.

9.1.4 Hybridné zbrane

Technológia hybridných zbraní je používaná najmä pri loveckých zbraniach. Výhodou takýchto zbraní je, že takmer každá časť, ako napríklad hlaveň, pažba alebo zásobník môže byť upravená tak, aby zodpovedala predstavám vlastníka.

9.2 Trendy v rámci spoločnosti

CZG sa snaží využívať všetky z vyššie spomenutých trendov, ktoré však prenáša do špecifickej podoby podľa jej aktuálnych potrieb. Výskum a vývoj spoločnosti zastrešuje CZG prostredníctvom spoločnosti CARDAM s.r.o., do ktorej investovala v minulých rokoch. Táto investícia dovolila CZG vykonávať výskumnú činnosť priamo na inštitúte fyziky Českej akadémie vied. CARDAM s.r.o. slúži tiež ako výskumné stredisko pre zisťovanie vlastností jednotlivých materiálov alebo alternatívnych možnosti výroby a hodnotenie ich vhodnosti pre implementáciu do výrobného procesu.

V prvej polovici roka 2020 investovala CZG do výskumu a vývoju 19 543 000 Kč. V súčasnosti na výskumnú a vývojovú činnosť využíva cez 100 zamestnancov, ktorých číslo je možné doplniť o zamestnancov, ktorí nepracujú na výskume a vývoji priamo, ale svojou prácou ho vo veľkej miere ovplyvňujú. Výskum a vývoj umožňuje prinášať CZG na trh konkurencieschopné produkty, ktoré majú potenciál pritiahnúť nových zákazníkov.

9.2.1 Konfigurátor

Konfigurátor prináša zákazníkom širokú škálu možností a zvyšuje pôžitok z nákupu. V súčasnosti je konfigurátor dostupný v Česku, na Slovensku a v Poľsku. Zákazníci môžu ľahko zmeniť použité materiál, farebné prevedenie niektorých súčastí alebo pridať špecifické časti, ako napríklad optiku či tlmíče.

9.2.2 Optika

Vďaka minoritnému podielu v spoločnosti Spuhr I Dalby AB mohla CZG poskytnúť svojim zákazníkom komplexné služby, zahŕňajúce na mieru vyrábané súčasti zbraní. Ide napríklad o optiku, sady na vylepšenie zbraní alebo rôzne druhy doplnkov. Zároveň tento podiel umožňuje CZG ľahší prienik na trh v Škandinávii.

10 SWOT ANALÝZA

Swot analýza podniku patrí medzi základné nástroje strategického plánovania. V prípade CZG bola použitá na zistenie jej silných a slabých stránok, príležitostí a hrozieb, ktoré ju ovplyvňujú.

10.1 Silné stránky

Medzi silné stránky CZG radíme jej dlhotrvajúcu históriu a stabilnú pozíciu na trhu. CZG má medzinárodný dosah, čo je spôsobené aj zásluhou diverzifikovaného portfólia a strategickým rozmiestnením výrobných podnikov do rôznych geografických oblastí. Ako už bolo spomínané, u odvetvia, do ktorého CZG spadá, je dôležité sledovať trendy a zameriavať sa na výskum a vývoj. Práve vysoká orientácia na výskumnú a vývojovú činnosť dopomáha aj vysokej kvalite výrobkov a spolu spadajú do silných stránok.

10.2 Príležitosti

Medzi hlavné príležitosti v rámci zbrojovky určite patrí možná expanzia na ďalšie trhy, ktorá by upevnila jej tržnú pozíciu, prípadne akvizície ďalších spoločností. Ďalej určite treba spomenúť možné širšie zásobovanie ozbrojených síl a celkovo väčšie preniknutie na trh v USA, prípadne rozšírenie výroby pomocou plánovanej továrne v USA. Ako príležitosť môže byť možnosť zamerať sa na ďalšie možnosti vzdelávania zamestnancov, prípadne rozšírenie spolupráce so školami.

10.3 Slabé stránky

Ako slabá stránka sa u CZG dá považovať nutnosť dodržiavať obrovské množstvo regulácií, čo značne brzdí potenciálny rozvoj. Ďalšou slabou stránkou je riziko nízkej likvidita, s ktorou je spojené riziko nemožnosti splatiť svoje záväzky. Medzi slabé stránky CZG patrí tiež obmedzená kapacita výroby a nemožnosť pokryť celý dopyt v USA.

10.4 Hrozby

Jednou z najväčších hrozieb je určite vysoká miera konkurencie, ktorá bude bližšie popísaná v kapitole venujúcej sa Porterovým piatim silám. Vďaka operovaní na viacerých trhoch medzi hrozby tiež patrí menové riziko. Ako hrozbu tiež môžeme spomenúť zvýšenie miery fluktuácie zamestnancov, prípadne stratu dodávateľov. Pandémia koronavírusu vytvorila tiež ďalšie hrozby, ako napríklad dočasnú práceneschopnosť zamestnancov z dôvodu

karantény. Prináša tiež neistú ekonomickú situáciu, s ktorou sa spoločnosť bude musieť vyrovnávať. Hrozbu pre spoločnosť predstavujú napríklad aj problémy spojené s výstavbou Little Rock Project. Tieto hrozby sú spojené napríklad s už spomínaným menovým rizikom alebo s momentálnym problémom so stavebným materiálom a jeho predražením.

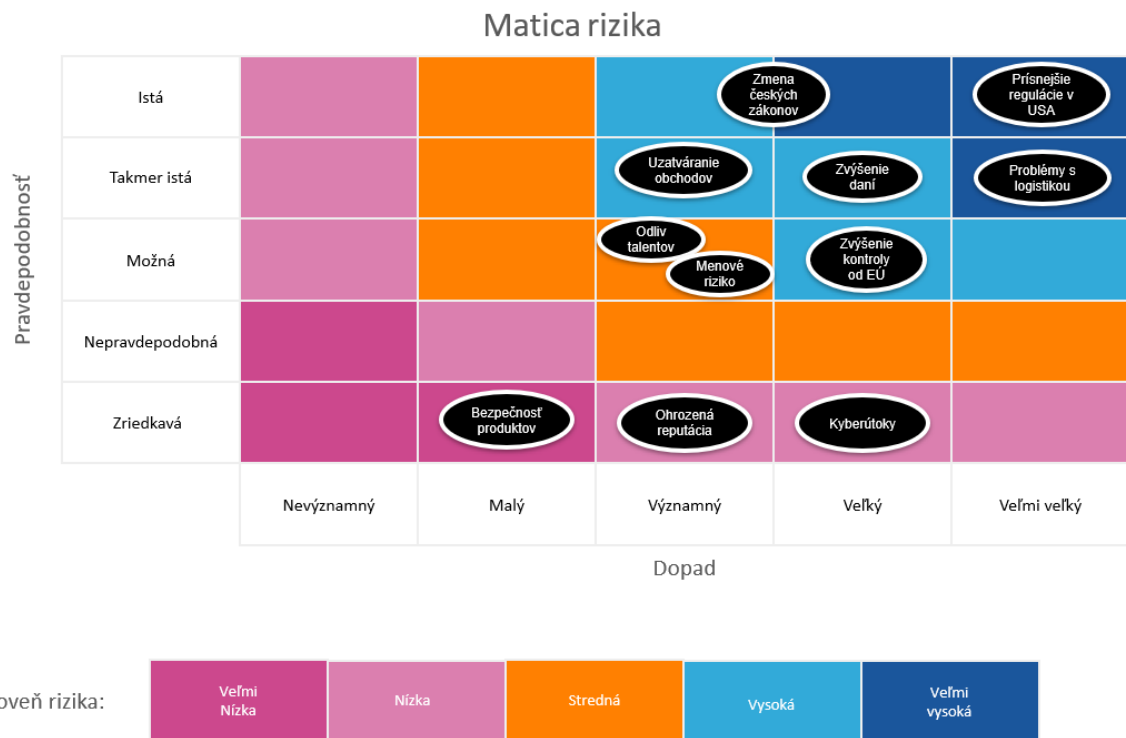
Ostatné zložky SWOT analýzy, ktoré neboli spomenuté, sa nachádzajú na obrázku č. 15.



Obrázok 15 SWOT analýza CZG (Zdroj: vlastné spracovanie)

11 RIZIKO

CZG ovplyvňuje široká škála rizík, ktorým musí čeliť. Veľmi negatívne dopady u CZG predstavuje predovšetkým investičné riziko a riziko spojené s reguláciami a právom. Konkrétne prípady rizík je možné preniesť do matice rizika, vid' obrázok č. 16, ktorá dáva do súvislosti pravdepodobnosť a dopad na spoločnosť. Na základe tejto matice je možné veľmi ľahko povedať, ktoré riziká by mali mať na CZG najvyšší vplyv.



Obrázok 16 Matica rizík (Zdroj: vlastné spracovanie)

11.1 Veľmi nízka a nízka úroveň rizika

Do tejto skupiny patria len tri špecifické riziká. Je to spôsobené najmä faktom, že pravdepodobnosť týchto rizík je veľmi malá a tieto riziká sa vyskytujú viac-menej zriedkavo.

Veľmi nízku úroveň rizika predstavuje bezpečnosť produktov. CZG sa cez svoju výskumnú a vývojovú činnosť snaží neustále zdokonaľovať svoje výrobky a vyrábať ich tak, aby boli čo najviac kvalitné a bezpečné. V tejto oblasti musí CZG dodržiavať viacero noriem, ako napríklad ISO 9001:2015 alebo AQAP 2110. V roku 2019 tiež zaviedla metódu rizikovej analýzy PFMFA pre všetky nové výrobky. Táto metóda má dopomôcť pri eliminácii možných chýb vo výrobných procesoch a vytváraní dokumentácie. Samozrejmosťou je tiež neustále zavádzanie nových prvkov digitalizácie. Boli uskutočnené tiež viaceré investície

v laboratóriách kontrolnej meracej služby. Išlo napríklad o zaobstaranie optického súradnicového meracieho prístroja na meranie rotačných dielov alebo o prístroj, ktorý rozširuje možnosti merania v sériovej výrobe.

Nízku úroveň rizika pre CZG predstavuje ohrozenie reputácie. To priamo súvisí aj s vyššie spomínanou bezpečnosťou. CZG je totiž známa svojimi kvalitnými výrobkami, je teda nízka šanca, že by utrpela jej reputácia. Samozrejme, môže dôjsť k určitým nepredvídateľným udalostiam, ale pravdepodobnosť je veľmi nízka.

Do nízkej úrovne rizika patrí ešte možnosť kyberútokov. Dopad u takýchto útokov je, samozrejme, veľký, pretože sa útočník môže dostať k citlivým údajom. Takéto útoky sú však zriedkavé a spoločnosti sa snažia im predchádzať rôznym zabezpečením. Tak je to aj v prípade CZG, ktorá zaistenie bezpečnosti považuje za jednu zo svojich priorit. V roku 2019 vykonala v tejto oblasti aj test kyberhygieny, odolnosti voči phishingu a test internej infraštruktúry.

11.2 Stredná úroveň rizika

Do strednej úrovne spadajú dve riziká, a to riziko odlivu talentovaných pracovníkov a menové riziko.

Z pohľadu fluktuácie pracovníkov bola na tom CZG veľmi dobre. Miera fluktuácie sa pohybovala iba na úrovni 4%, pričom v Českej republike bola miera fluktuácie približne 15%. Maximálnu mieru si CZG stanovila na úrovni 4,5%. Pre túto spoločnosť je však stále kľúčové udržiavať si vysoko kvalifikovaných zamestnancov, ktorí operujú predovšetkým v oblasti výskumu a vývoja. Zvyšovanie kompetencií sa spoločnosť snaží riešiť pomocou interných tréningov a rekvalifikáciou zamestnancov, bolo by však potrebné, aby investovala do sofistikovanejšieho systému. Odliv vysoko kvalifikovaných zamestnancov totiž môže predstavovať významný dopad na celkové fungovanie spoločnosti.

Vzhľadom na operovanie na viacerých trhoch sa CZG menovému riziku v oblasti predaja svojich produktov nevyhne. Významný dopad však má zmena kurzu aj pri akvizíciách alebo pri plánovanej výstavbe výrobnéj haly v Arkansase. Cena tejto výstavby sa totiž pri vyššej zmene kurzu môže značne predražiť.

11.3 Vysoká úroveň rizika

Do tejto úrovne patrí väčšina rizík, ktorým CZG musí čeliť. Ide o riziko uzatvorenia obchodov, spojené s pandémiou, zvýšenie daní, zvýšenie kontroly nad trhom so zbraňami zo strany EU a na pomedzí medzi vysokou a veľmi vysokou úrovňou stojí riziko ďalších reštrikcií zo strany Českej republiky.

Pandémia koronavírusu spôsobila nemalé problémy viacerým spoločnostiam, CZG nevyvímajúc. V dôsledku uzatvárania obchodov prišla o časť svojich výnosov a uzatvorenie obchodov môže prísť aj v budúcnosti, ak sa situácia nezlepší. Pravdepodobnosť, že sa to stane je takmer istá až istá a dopad významný, preto sa toto riziko považuje za veľké.

Veľké riziko pre CZG predstavuje aj zvýšenie daní. Opäť, vďaka operovaniu vo viacerých krajinách má zvyšovanie daní na CZG značný dopad. Najviac ju môže ovplyvniť situácia v USA, kde došlo k výmene prezidenta a očakáva sa úprava legislatívy.

V súčasnej dobe sa v akčnom pláne Európskej Únie nachádza bod úpravy obchodovania so strelnými zbraňami, a to zavedením prísnejších limitov a striktnejšou kontrolou.

Veľmi podobne je na tom aj Česká republika, ktorá plánuje v roku 2022 uzákoniť prísne limity na určité kategórie strelných zbraní a obmedziť predaj určitých typov zásobníkov.

11.4 Veľmi vysoká úroveň rizika

Veľmi vysokú úroveň rizika predstavujú dve riziká. S pandémiou spojené riziko zvýšenia logistických nákladov, prípadne prerušenia dodávok materiálu a riziko prísnejších regulácií zo strany USA.

Výmena prezidentov v USA priniesla veľa zmien. Už vo svojom predvolebnom programe sa prezident Biden zaviazal zaviesť ešte prísnejšie regulácie alebo až 200 dolárovú daň na každú poloautomatickú zbraň. Dopad na spoločnosť táto regulácia predstavuje veľmi vysoký a pravdepodobnosť je viac-menej istá, keďže Bidenov postoj k zbraňam je prevažne záporný.

Kvôli pandémiám mala väčšina spoločností problém v oblasti logistiky. Zatvorené hranice zvyšovali náklady na viaceré položky a dodávky boli značne obmedzené. CZG znížila toto riziko vďaka zmluvám s viacerými dodávateľmi, no v tejto oblasti stále existuje veľa výziev, ktorým musí čeliť.

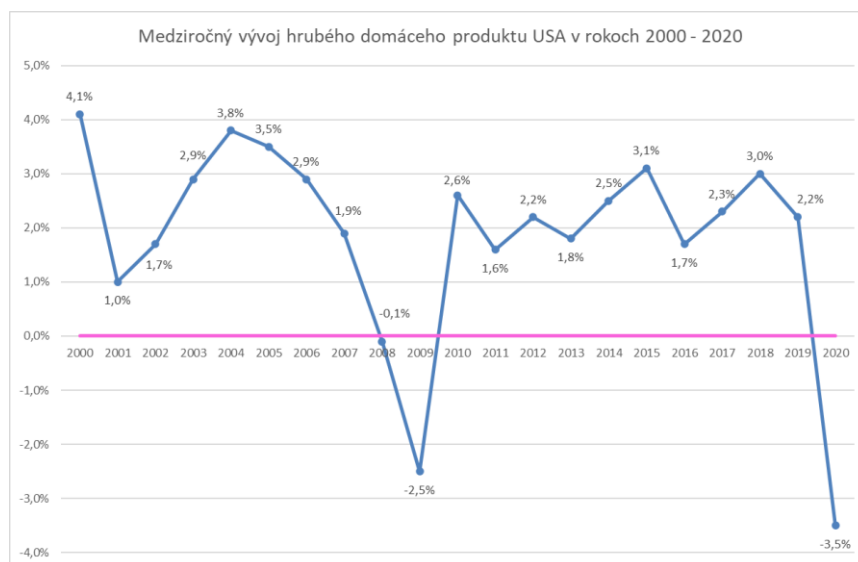
12 EKONOMICKÝ POHĽAD

Vzhľadom na najvyšší podiel príjmov z USA bude ekonomický pohľad zameraný práve na USA. Postupne bude popísaný ekonomický cyklus, miera inflácie, nezamestnanosť a výmenným kurz. Všetky tieto faktory totiž do značnej miery vplyvajú na výsledky CZG.

12.1 Ekonomický cyklus

Od doby poslednej recesie v roku 2009 bola americká aj európska ekonomika vo fáze expanzie. Vo februári 2020 však na ekonomiku dopadla pandémie koronavírusu a po takmer jedenástich rokoch došlo opäť k recesii. Vzhľadom na zloženie výnosov na CZG najviac doľahla recesia v Amerike. Dobrou správou pre CZG však je, že vo všeobecnosti platí, že spoločnosti v oblasti obrany, čo sa týka aj spoločnosti vyrábajúcich zbrane, sa chovajú proti-cyklicky a väčšinou počas recesie rastú. Aj napriek pandémie bola CZG schopná sa prispôbiť sťaženým podmienkam a počas prvých deviatich mesiacov zaznamenala nadpriemerný operatívny výsledok. (Emsbo-Mattingly, Lisa, Dirk Hofschire a Jacob Weinstein, © 2020)

Medziročný vývoj HDP v USA je znázornený na obrázku č. 17.

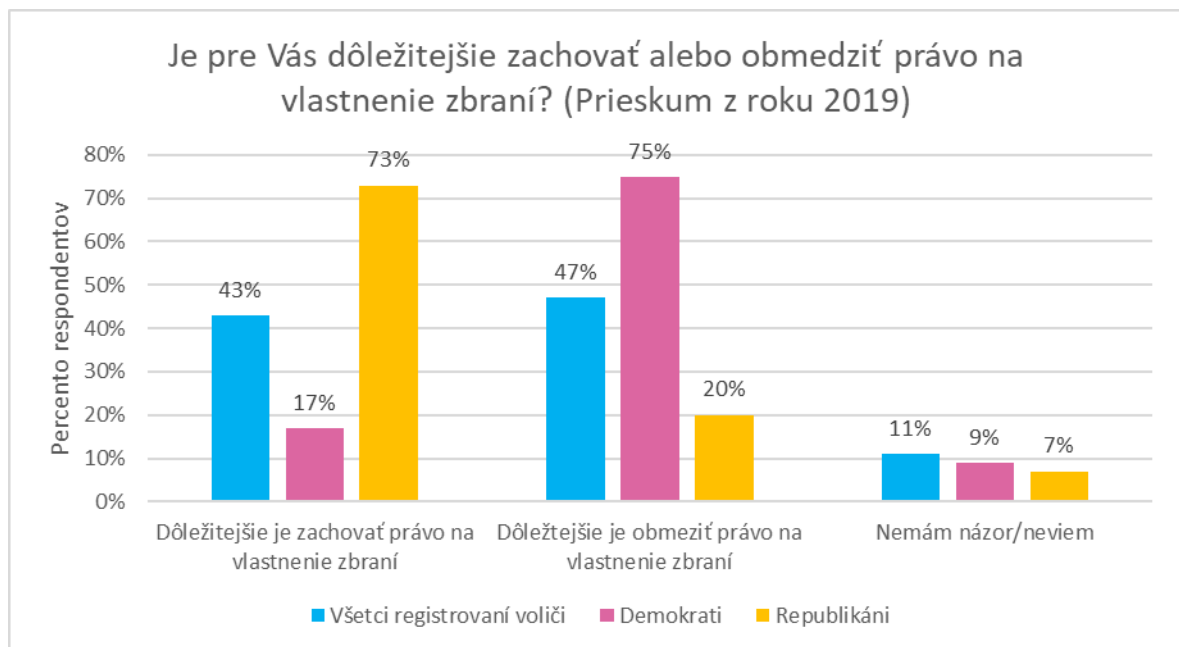


Obrázok 17 Medziročný vývoj HDP USA v rokoch 2000 – 2020 (Zdroj: Statista)

Dá sa očakávať, že budúci vývoj bude taktiež výrazne ovplyvnený koronavírusom, preto sa DoD (Department of Defence) bude snažiť čo najviac zmierniť dopad pandémie a zaistiť, že orgány kritickej infraštruktúry nebudú dotknuté. (Deloitte, 2021)

Predpokladá sa, že bude pretrvávajúť problém so zásobovaním. Toto riziko je však možné čiastočne diverzifikovať, podobne, ako to bolo v prípade CZG. Na rok 2020 bol v odvetví

obranu predikovaný rast na úrovni 7,5% a tiež sa očakáva budúci rast, no len v období piatich rokoch. V horizonte od roku 2025 sa dá očakávať spomalenie alebo úplné zastavenie rastu, čo môže výrazne ovplyvniť aj výsledok prezidentských volieb, ktoré sa uskutočnili koncom roka 2020. Víťazstvo demokratov môže znamenať škrt v rozpočte pre kúpu zbraní, pretože demokrati nie sú zástancami ich nákupu a radšej peniaze investujú do iných odvetví. Tento predpoklad je podložený aj prieskumom verejnej mienky demokratických a republikánskych voličov z roku 2019, vid' obrázok č. 18. Zatiaľ čo voliči republikánov sa vyjadrili, že je pre nich dôležitejšie podporovať právo na držbu zbrane, voliči demokratov sa skôr prikláňajú k prísnejšiemu limitovaniu vlastníctva zbraní. Tento postoj odráža aj celkový postoj týchto dvoch strán. (Thompson, 2019; Statista, © 2021)



Obrázok 18 Postoj voličov k držbe zbraní podľa preferovanej strany (Zdroj: Statista)

Aj keď nebude možné sledovať dôsledky víťazstva demokratov skôr, než v roku 2022, je takmer isté, že sa rozpočet bude znižovať a peniaze sa budú skôr investovať do tvorby pracovných miest a kompenzácie strát. Európska ASD (Aerospace and Defence Industries Association of Europe) sa tiež snaží podporovať odvetvie obrany a zostavila aj plán zotavenia, ktorý by mal pomôcť udržať predovšetkým chod spoločností. V krátkom období sa teda bude ASD snažiť zachovať funkčnosť a finančnú stabilitu a predísť prepúšťaniu zamestnancov. V dlhom období sa bude snažiť najmä o podporu výskumu a vývoja. (Aerospace and Defence Industries Association of Europe, 2020)

12.2 Miera inflácie

Miera inflácie predstavuje vo všeobecnosti rast cien tovaru a služieb v určitom sledovanom období. Meria sa pomocou Consumer Price Index (CPI), v preklade indexu spotrebiteľských cien. Index vyjadruje zmenu v hladine cien predurčeného spotrebného koša.

Miera inflácie sa v USA od poslednej finančnej krízy pohybovala v priemere na úrovni 2%. Výkyvy boli viditeľné len v roku 2011, kedy sa inflácia vyšplhala až na 3,14% a v roku 2015, kedy klesla len na úroveň 0,12%. (Statista, © 2021)

Podľa predpokladu zostaveného Medzinárodným menovým fondom v marci 2021, vid' tabuľka č. 3, sa mala miera inflácie v ďalších rokoch pohybovať na úrovni 2,5%. Aj keď sa táto úroveň považuje za prijateľnú, centrálné banky sa snažia zabrániť vysokej miere inflácie a držať rast cien na minime, keďže vysoká miera inflácie môže extrémne znížiť kúpnu silu spotrebiteľov a výrazne ovplyvniť HDP. (Statista, © 2021)

Tabuľka 3 Miera inflácie a predpokladaná miera inflácie (Zdroj: Statista)

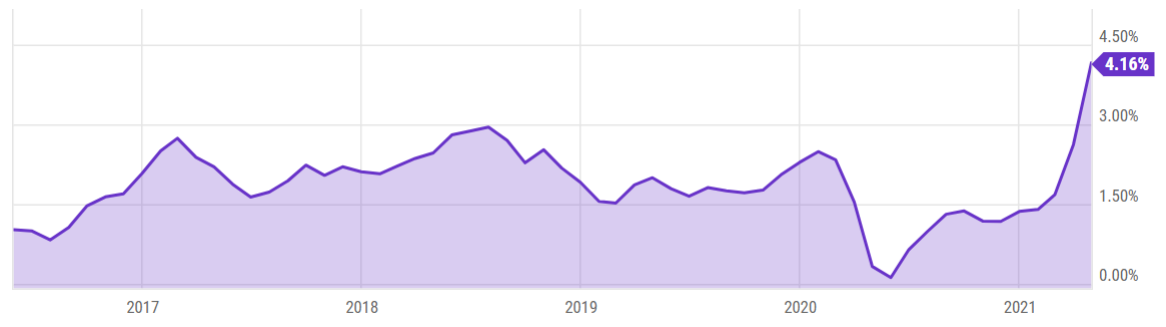
Rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Miera inflácie	1,64%	3,14%	2,07%	1,47%	1,62%	0,12%	1,26%	2,14%	2,44%	1,81%	1,25%

Rok	2021*	2022*	2023*	2024*	2025*	2026*
Predpokladaná miera inflácie	2,26%	2,40%	2,50%	2,45%	2,37%	2,25%

Predpoklady Medzinárodného menového fondu sú zostavené na celý rok, vid' obrázok č. 19. V apríli roku 2021 sa ale medziročná miera inflácie vyšplhala až na úroveň 4,2%, čo je najvyššia hodnota od krízy v roku 2008. Je to spôsobené zvýšeným dopytom po znovuo tvorení ekonomiky, zvýšenými cenami komodít, či obmedzením ponuky.

Najvyšší nárast bol zaznamenaný u komodít ako benzín (49,6% vs. 22,5%), palivový olej (37,3% vs. 20,2%) alebo ojazdené autá a nákladné autá (21% vs. 9,4%). (Trading Economics, © 2021)

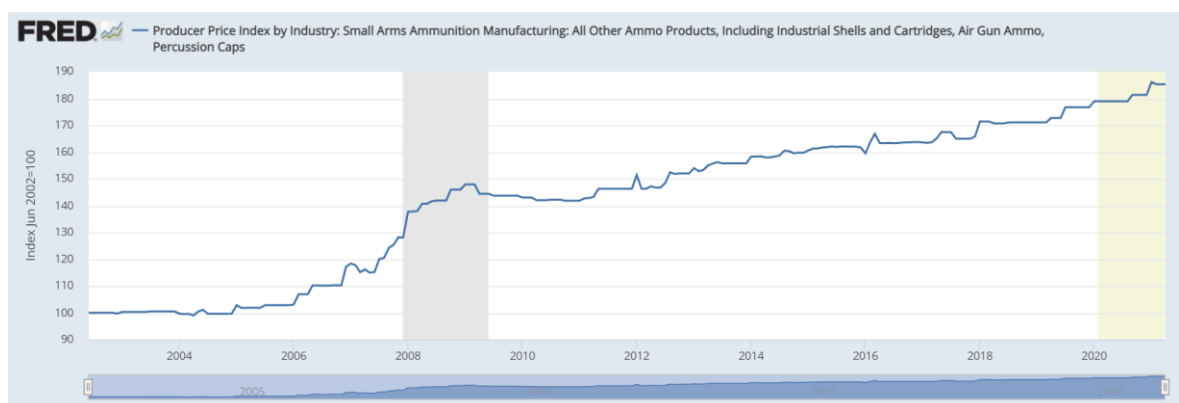
Práve tieto komodity majú na väčšinu spoločností, CZG nevynímajúc, veľký dopad, keďže napríklad zvyšujú náklady na prepravu.



Obrázok 19 Miera inflácie (Zdroj: Ycharts)

S už vyššie spomínaným indexom spotrebiteľských cien, ktorý je základom miery inflácie, veľmi blízko súvisí aj index cien výrobcov – Production price index (PPI). Všeobecne totiž platí, že vývoj PPI signalizuje zmeny v indexe CPI.

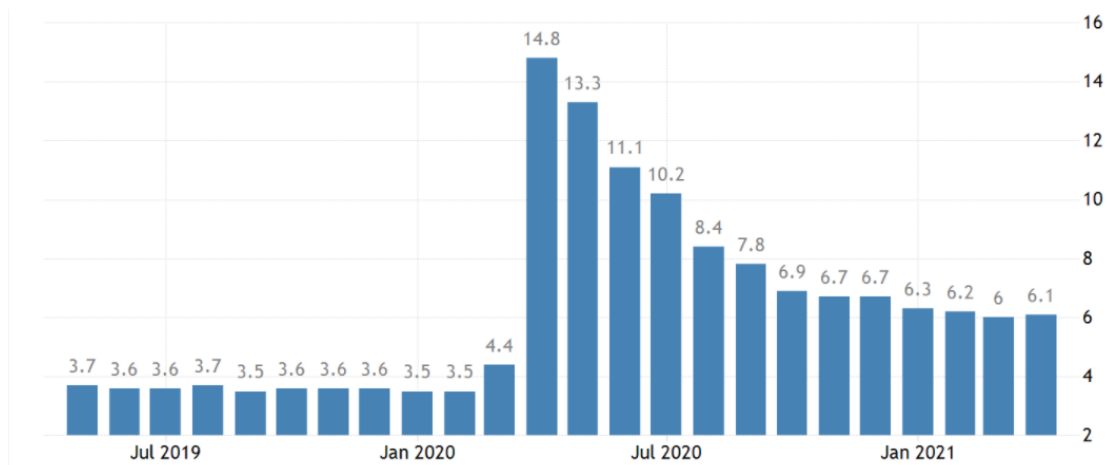
Index cien výrobcov v odvetví výroby ručných zbraní dlhodobo rastie. Krízy sú na obrázku č. 20 vyznačené farebným pásom. Ako vidíme, pri súčasnej kríze sa CPI držalo zo začiatku na rovnakých hodnotách, potom však prišiel mierny nárast.



Obrázok 20 Index cien výrobcov v odvetví ručných zbraní a munície (Zdroj: FRED)

12.3 Miera nezamestnanosti

Pandémia koronavírusu mala obrovský dopad na mieru nezamestnanosti. V apríli 2020 dosiahla nezamestnanosť závažných 14,8%, postupne síce táto miera klesala, ale ako môžeme vidieť z obrázku č. 21, táto miera zostala na dvojnásobných hodnotách, než pred pandémiou. Ku koncu roka 2020 bolo teda nezamestnaných cez 10 779 000 ľudí. (Trading Economics, © 2021)



Obrázok 21 Vývoj miery nezamestnanosti od mája 2019 do apríla 2021
(Zdroj: Trading Economics)

Napriek zlej situácii na trhu práce sa ale v súvislosti s výrobou strelných zbraní podarilo vytvoriť okolo 10 000 nových pracovných miest. Len v USA tak zamestnávajú spoločnosti venujúce sa výrobe, distribúcii a predaju strelných zbraní približne 153 414 ľudí. Tento počet je však možné navýšiť o ďalších 188 916 zamestnancov, ktorí pracujú v dodávateľských reťazcoch alebo sú obdobným spôsobom spojené s týmito spoločnosťami. V priemere dosahuje mzda týchto pracovníkov 56 400 USD. Táto čiastka je považovaná za nadpriemernú čiastku. (The Firearm Industry Trade Association, 2021)

Ekonomický dopad z pracovných miest je celkom približne 64 miliárd, vid' tabuľka č. 4. K tomu je však nutné pripočítať daňové dopady vo výške okolo 7,5 miliardy. (The Firearm Industry Trade Association, 2021)

Tabuľka 4 Základné údaje o zamestnanosti spojenej so strelnými zbraňami
(Zdroj: The Firearm Industry Trade Association)

	Priame	Dodávateľia	Inak spojené	Celkom
Pracovné miesta	\$ 153 414	\$ 78 217	\$ 110 699	\$ 342 330
Mzdy	\$ 7 135 393 100	\$ 5 904 867 200	\$ 6 271 277 400	\$ 19 311 537 700
Ekonomický dopad	\$ 25 526 060 800	\$ 18 063 616 600	\$ 19 896 816 600	\$ 63 486 494 000

Celkový medziročný vývoj počtu pracovných miest, miezd a ekonomického dopadu môžeme vidieť v tabuľke č. 5 a dopad daní v tabuľke č. 6.

Tabuľka 5 Medziročný vývoj zamestnanosti, mzdy a ekonomických dopadov v rámci výroby strelných zbraní (Zdroj: The Firearm Industry Trade Association)

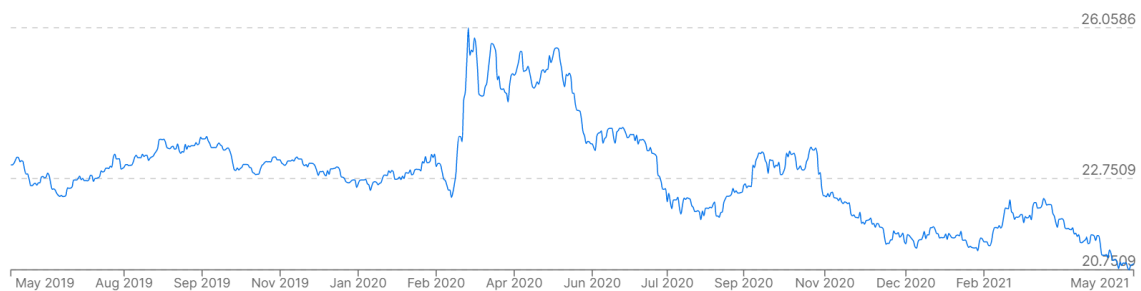
	2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pracovné miesta	220 130	245 750	263 223	287 986	301 123	310 908	311 991	332 208	342 330
Mzdy v miliardách	\$ 10,40	\$ 11,70	\$ 13,70	\$ 14,50	\$ 15,20	\$ 15,50	\$ 15,70	\$ 18,40	\$ 19,30
Ekonomický dopad v miliardách	\$ 33,40	\$ 37,70	\$ 43,00	\$ 49,30	\$ 51,30	\$ 51,40	\$ 52,10	\$ 60,00	\$ 63,00

Tabuľka 6 Medziročný vývoj daní v rámci výroby strelných zbraní
(Zdroj: The Firearm Industry Trade Association)

v miliardách	2011	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Daň z príjmu (federálna úroveň)	\$ 2,50	\$ 2,90	\$ 3,10	\$ 3,70	\$ 3,80	\$ 3,90	\$ 4,00	\$ 3,90	\$ 4,00
Daň z príjmu (Štátna úroveň)	\$ 2,10	\$ 2,30	\$ 2,70	\$ 2,50	\$ 2,70	\$ 2,90	\$ 2,90	\$ 2,80	\$ 2,90
Spotrebná daň	\$ 0,46	\$ 0,86	\$ 0,70	\$ 0,71	\$ 0,87	\$ 0,72	\$ 0,65	\$ 0,59	\$ 0,67

12.4 Výmenný kurz

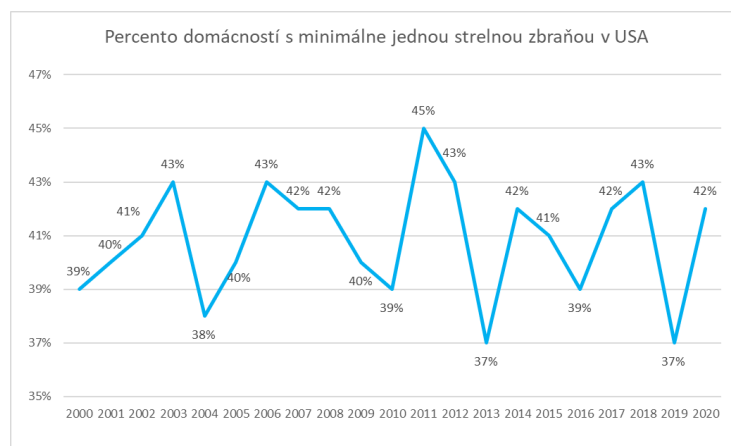
Vďaka tomu, že sídlo CZG je v Českej republike, ale väčšinu výnosov generuje v USA, sa zmena výmenného kurzu značne premietne do jej výsledkov. Pri dvojročnom časovom horizonte je z obrázku č. 22 jasne vidieť, ako pandémia s výmenným kurzom zahýbala. Oslabenie CZK spôsobili zvýšené obavy z pokračujúceho šírenia COVID-u, momentálne však CZK posilnila vďaka otváraniu ekonomiky a zlepšeniu situácie. (Salord, 2021)



Obrázok 22 Vývoj výmenného kurzu CZK/USD (Zdroj: XE)

13 DEMOGRAFICKÉ ROZDELENIE

Na vlastníctvo strelných zbraní v USA je možné sa pozrieť aj cez ďalšie úrovne. Od roku 2000 sa percento domácností s minimálne jednou strelnou zbraňou pohybuje medzi 37 až 45%, vid' obrázok č. 23. Občania USA sú značne náchylní na akékoľvek zmeny a krízy, preto nie je prekvapivý ani fakt, že po finančnej kríze z roku 2008 sa percento držalo celkom vysoko. Ten istý jav vidíme aj pri pandémii koronavírusu, kde sa percento opäť značne zdvihlo. (Statista, © 2021)



Obrázok 23 Percento domácností s minimálne jednou strelnou zbraňou v USA
(Zdroj: Statista)

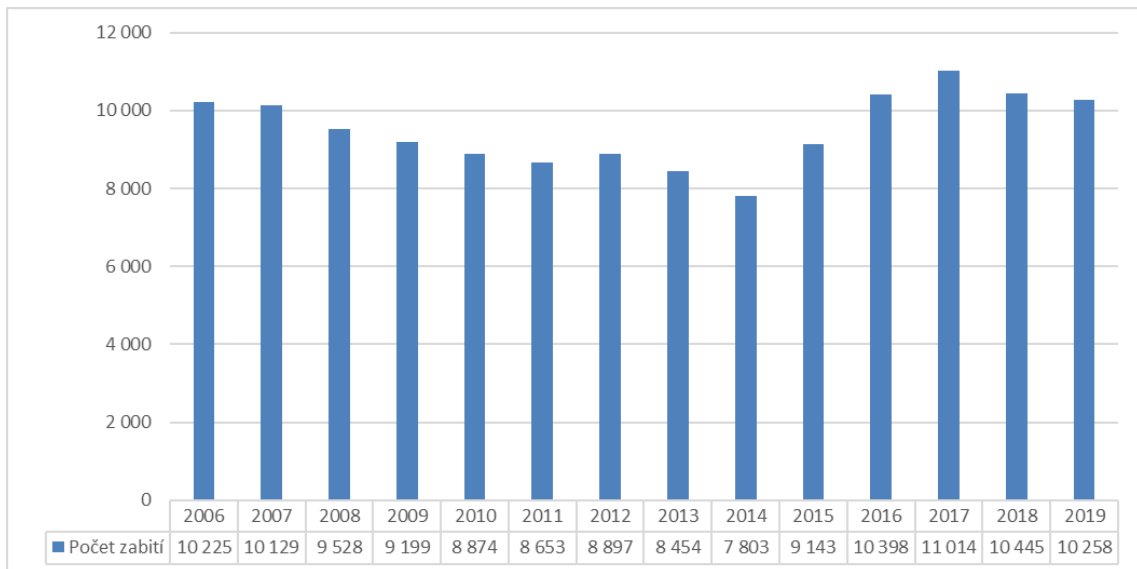
Zaujímavé je rozdelenie vlastníctva zbraní z pohľadu pohlavia. Až 45 % mužov v USA vlastní zbraň osobne a až 51% mužov býva v domácnosti, ktorá vlastní zbraň. U žien je toto percento výrazne nižšie. V celej populácii sa nájde iba 19% žien, ktoré sami vlastnia zbraň a 35% žien, ktoré žijú v domácnosti, ktorá zbraň vlastní, vid' tabuľka č. 7. Najvyššie percento ľudí vlastniacich zbraň vo svojej vekovej kategórii tvoria ľudia nad 65 rokov. Zbraň vlastní až 36% ľudí z celkového počtu ľudí v USA nad 60 rokov. Prekvapivé je tiež zistenie, že až 35% absolventov vysokých škôl a 34% študentov vysokých škôl vlastní zbraň. (Statista, © 2021)

Tabuľka 7 Vlastníctvo zbraní z pohľadu pohlavia, veku a vzdelania (Zdroj: Statista)

	Pohlavie		Vek				Vzdelanie			
	Muži	ženy	18 až 29 rokov	30 až 49 rokov	50 až 64 rokov	65 a viac	Nižšie než vysokoškolské vzdelanie	Vysoká škola bez titulu	Absolvent vysokej školy	Absolvent doktorského štúdia
Vlastníci zbraň	45%	19%	22%	35%	32%	36%	31%	34%	35%	26%
Žijúci v domácnosti, ktorá vlastní zbraň	51%	35%	38%	45%	45%	48%	41%	48%	50%	36%

V USA je držanie zbraní veľmi diskutovanou témou a to hlavne z dôvodu masových útokov. Od roku 2006 mal trend zabití strelnými zbraňami až do roku 2014 klesajúcu tendenciu. Ako je možné vidieť na obrázku č. 24, v roku 2015 sa však počet opäť začal zvyšovať

a v roku 2017 dokonca prekročil hranicu 11 000 zabití. Ako už bolo spomínané vyššie, republikáni sa snažia o prísnejšie regulácie v oblasti výroby aj držby strelných zbraní, čo môže pomôcť znížiť tieto čísla. (Statista, © 2021)

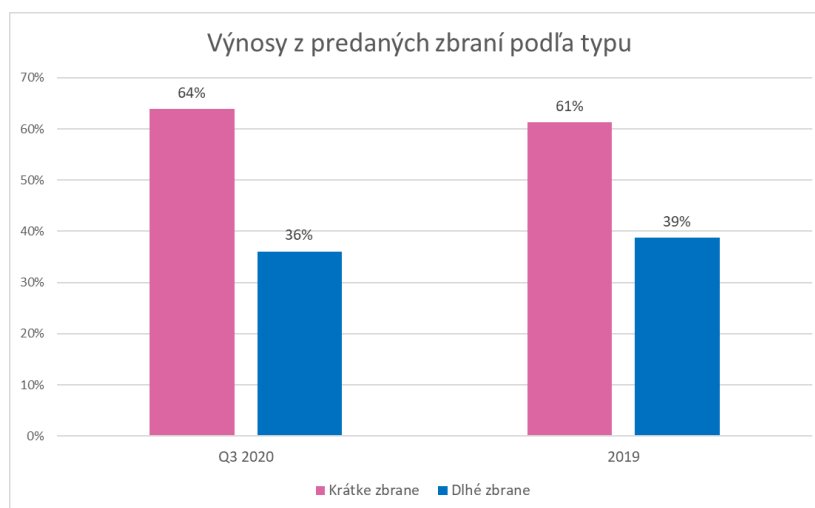


Obrázok 24 Počet zabití strelnými zbraňami v USA medzi rokmi 2006 – 2019
(Zdroj: Statista)

14 POKRYTIE TRHOV

Aby bolo zabezpečené pokrytie čo najväčšieho počtu trhov, predáva Česká Zbrojovka Group SE svoje produkty pomocou dcérskych spoločností Česká Zbrojovka, CZ-USA, Dan Wesson, Zbrojovka Brno a 4M Systems, ktoré taktiež vytvárajú komplexné spojenie, s cieľom zabezpečiť čo najvyššiu spokojnosť zákazníkov. Pokrytie amerického trhu pritom vyžadovalo presun časti produkcie aj do USA, čo bolo zabezpečené predovšetkým akvizíciou spoločnosti Dan Wesson a založením CZ-USA.

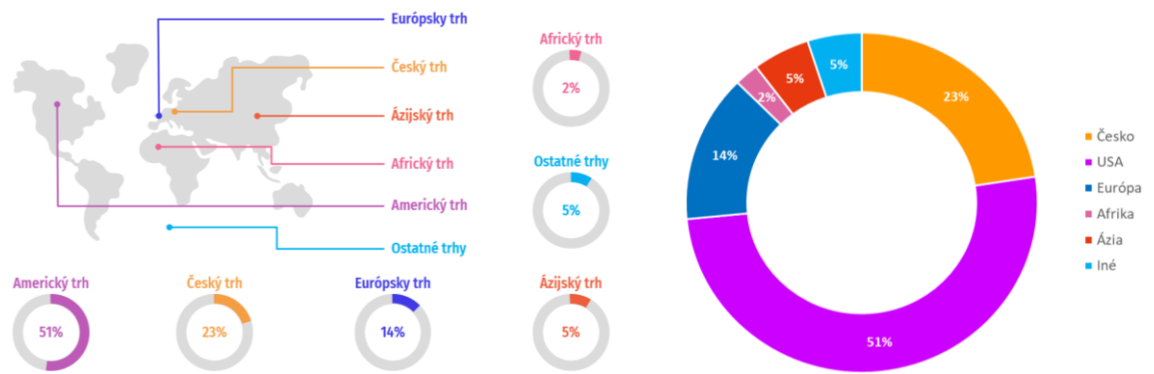
Z pohľadu typu zbraní generujú väčšiu časť výnosov CZG krátke zbrane. Z obrázku č. 25 je jasne vidieť, že percento sa postupne zvyšuje. Môže to byť spôsobené napríklad vyšším dopytom civilistov v roku 2020.



Obrázok 25 Výnosy z predaných zbraní podľa typu
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

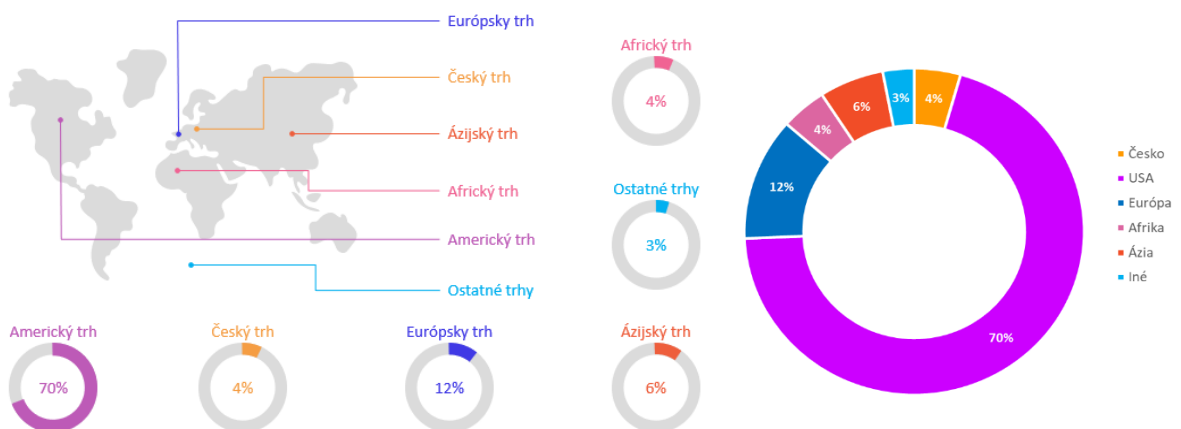
Ako je možné vidieť z obrázku č. 26, najvyšší podiel výnosov, až 51%, získala v roku 2019 Zbrojovka na americkom trhu. Nasleduje český trh s 23% a zvyšok európskeho trhu s 14%. Ázia pokrýva 5% výnosov, Afrika 2% a zvyšok sveta 5%.

Veľkú časť výnosov predstavujú najmä výnosy získané z kontraktov s armádou a policajnými zložkami. V Európe ide predovšetkým o kontrakty v rámci V4, ale aj so Švédskom, Holandskom, Dánskom alebo Portugalskom. Vo Francúzsku zbrane od CZG využíva protiteroristická jednotka a mimo Európy zbrane CZG používajú pri ochrane hraníc v Mexiku, Singapore alebo Vietname či Keni.



Obrázok 26 Rozdelenie trhov CZG v roku 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Oproti roku 2019 môžeme na obrázku č. 27 vidieť, že v Q3 2020 v zložení výnosov z jednotlivých krajín markantný rozdiel. Výnosy z amerického trhu predstavujú po novom až 70% celkových výnosov. Výnosy z Českej republiky naopak poklesli z 23% na 4%. Ostatné trhy ostali výrazne nezmenené a ich percentuálne hodnoty približne zodpovedajú hodnotám z konca roku 2019.



Obrázok 27 Rozdelenie trhov CZG koncom Q3 2020
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

14.1 Vymedzenie a veľkosť trhu

Nákup strelných zbraní je do veľkej miery ovplyvnený geografiou, demografiou a inými sociálnymi faktormi. Ku koncu roka 2017 sa celkové množstvo strelných zbraní odhaduje na 1,013 miliardy kusov v takmer 230 krajinách. Ako vidno z tabuľky č. 8, až 84,6 percenta (857 miliónov) strelných zbraní z tohto počtu majú v držaní civilisti, 13,1% (133 miliónov) armáda a 2,2% (22,7 milióna) orgány činné v trestnom riadení (polícia a podobne). (Karp, 2018)

Tabuľka 8 Držba zbraní podľa rôznych skupín za rok 2017 (Zdroj: Karp)

Príslušná skupina	Množstvo v ks	Percento
Civilisti	857 000 000	84,6%
Armáda	133 000 000	13,1%
Orgány činné v trestnom riadení	22 700 000	2,2%
Celkom	1 012 700 000	100%

Tabuľka č. 9 znázorňuje top 25 krajín s najvyšším počtom zbraní držaným civilistami. Už na prvý pohľad je jasné, že USA je veľmocou v držbe strelných zbraní, keďže ani sumou ostatných 24 krajín nedosiahneme tak veľký počet zbraní, ako práve v USA.

Tabuľka 9 Počet zbraní vlastnených civilistami v top 25 krajinách (Zdroj: Karp)

Krajina	Počet zbraní	Krajina	Počet zbraní	Krajina	Počet zbraní
USA	393 300 000	Francúzsko	12 700 000	Kolumbia	5 000 000
India	71 100 000	Kanada	12 700 000	Ukrajina	4 400 000
Čína	49 700 000	Thajsko	10 300 000	Afganistan	4 300 000
Pakistán	43 900 000	Taliansko	8 600 000	Egypt	3 900 000
Rusko	17 600 000	Irak	7 600 000	Filipíny	3 800 000
Brazília	17 500 000	Nigéria	6 200 000		
Mexiko	16 800 000	Venezuela	5 900 000		
Nemecko	15 800 000	Irán	5 900 000		
Jemen	14 900 000	Saudská Arábia	5 500 000		
Turecko	13 200 000	Južná Afrika	5 400 000		

V rámci strelných zbraní a munície bola veľkosť trhu v USA odhadnutá na 3,24 miliardy USD, čo predstavovalo približne 60% trhu so zbraňami. Na všetkých trhoch sa však predpokladá rast, hlavne z dôvodu zvyšovania armádnych výdajov. Ak teda vieme, že 3,24 miliardy predstavuje približne 60% globálneho trhu, potom vieme povedať, že celosvetovo trh zo zbraňami predstavuje približne 5,4 miliardy USD.

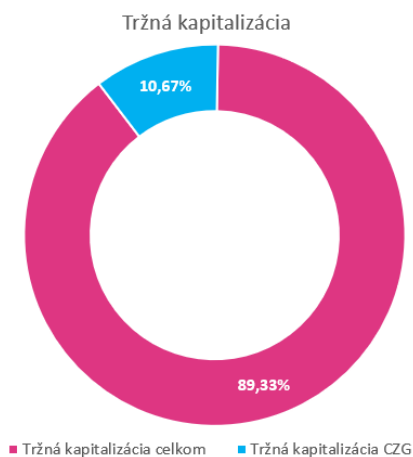
V roku 2019 spoločnosti vyrábajúce zbrane a muníciu vytvorili iba v USA viac ako 60 miliárd dolárov z celkového HDP. Celosvetový predpovedaný rast vyjadrený pomocou zloženého ročného tempa rastu (CAGR - Compound annual growth rate) predstavuje pre odvetvie výroby zbraní v celosvetovom meradle do roku 2027 2,5%. Pre segment ručných zbraní je to 3,8%. (Global Weapons Manufacturing Industry, 2020)

14.2 Tržná kapitalizácia

Vďaka prístupu do nástroja Eikon bolo možné zistiť tržnú kapitalizáciu CZG v odvetví výroby zbraní a streliva. Tržná kapitalizácia predstavuje počet akcií násobený súčasnou tržnou cenou. Práve vďaka tejto definícii je jasné, že Eikon zahŕňa len podniky obchodované na trhu. Celková tržná kapitalizácia v odvetví predstavuje 6 250 579 960 USD, vid'

tabuľka č. 10 a predstavuje súčet za 15 spoločností. Samotná CZG dosahuje tržnú kapitalizáciu vo výške 666 756 250 USD, čo predstavuje podiel 10,67%.

Tabuľka 10 Veľkosť tržnej kapitalizácie CZG a odvetvia (Zdroj: Eikon)



Názov spoločnosti	Tržná kapitalizácia	Percento
H&K AG	2 810 232 090	44,96%
Ammo Inc	962 649 441	15,40%
National Presto Industries Inc	708 735 676	11,34%
CZG Ceska zbrojovka Group SE	666 756 250	10,67%
Taurus Armas SA	530 340 362	8,48%
Byrna Technologies Inc	441 392 803	7,06%
Igman dd Konjic	52 147 388	0,83%
Sindikát Metalaca BIH Sarajevo Sindikalna Organizacija Unis Ginex doo Gorazde	42 102 551	0,67%
Pretis dd Vogosca	23 837 389	0,38%
American Rebel Holdings Inc	6 412 952	0,10%
Pobjeda Technology dd Gorazde	3 135 314	0,05%
DAC Technologies Group International Inc	1 394 149	0,02%
Binas dd Bugojno	1 292 305	0,02%
Prvi Partizan ad Uzice	151 252	0,00%
MDM Group Inc	38	0,00%
Celkom	6 250 579 960	100,00%

14.3 Rast trhu

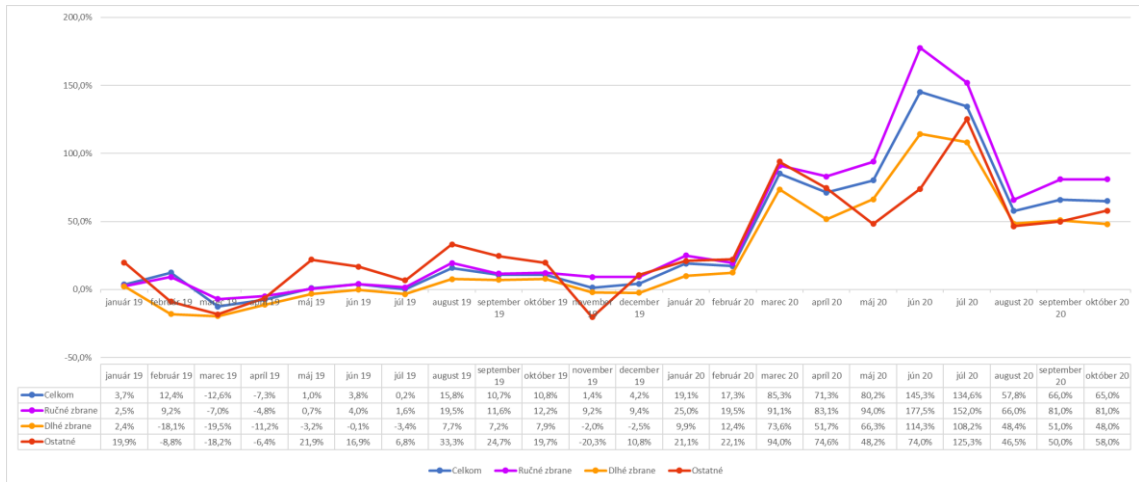
Za posledný rok bol zaznamenaný významný rast trhu so zbraňami v USA. Príčinami boli strach z pandémie a veľké protesty spojené s hnutím Black Lives Matters. Tieto dve príčiny doiedli, že americké úrady zaznamenali rekordný počet nových bezpečnostných previerok potrebných pre držbu zbraní. Celoročne bol zaznamenaný nárast o 40%, v niektorých mesiacoch dosahoval medziročný rozdiel dokonca viac než 70%, vid' tabuľka č. 11. Pre porovnanie, medzi rokmi 2018 a 2019 bol priemerný nárast len 9% a v niektorých mesiacoch dokonca došlo k poklesu. (FBI, © 2021)

Tabuľka 11 Počet vykonaných bezpečnostných previerok pre držbu zbraní (Zdroj: FBI)

Mesiac	rok 2018	rok 2019	rok 2020	Zmena medziročne 2018/2019	Zmena medziročne 2019/2020
Január	2 030 530	2 165 094	2 702 702	7%	25%
Február	2 333 193	2 053 886	2 802 467	-12%	36%
Marec	2 767 699	2 644 851	3 740 688	-4%	41%
Apríl	2 223 213	2 334 249	2 911 128	5%	25%
Máj	2 002 992	2 349 309	3 091 455	17%	32%
Jún	1 935 691	2 312 309	3 931 607	19%	70%
Júl	1 835 318	2 030 661	3 639 224	11%	79%
August	2 073 296	2 366 824	3 115 063	14%	32%
September	1 956 681	2 207 312	2 892 115	13%	31%
Október	2 086 895	2 393 609	3 305 465	15%	38%
November	2 393 043	2 574 752	3 626 335	8%	41%
December	2 543 385	2 936 894	3 937 066	15%	34%
Celkom	26 181 936	28 369 750	39 695 315	9%	40%

So zvyšujúcim sa počtom bezpečnostných previerok sa zvyšuje aj množstvo predaných zbraní, vid' obrázok č. 28. Najvyššie celkové rasty, až 145,3% a 134,6% boli zaznamenané v júni a v júli 2020, čo zodpovedá aj rekordnému počtu bezpečnostných previerok.

Rast v tomto odvetví sa predpokladá aj v budúcnosti, aj keď nemusí byť tak vysoký, ako v roku 2020.



Obrázok 28 Mesačný rast predaja zbraní v USA od roku 2019 (Zdroj: Statista)

15 PORTEROVÝCH 5 SÍL

Porterových päť síl slúži na analýzu konkurenčného prostredia a následné strategické riadenie. Úroveň hrozieb plynúcich z jednotlivých zložiek je znázornená na obrázku č. 29. Podrobnejší popis jednotlivých zložiek sa nachádza nižšie.

	Potenciálni konkurenti	Dodávatelia	Substitúty	Zákazníci	Konkurencia v odvetví
Veľmi vysoká hrozba					
Vysoká hrozba					
Stredná hrozba					
Nízka hrozba					
Veľmi nízka hrozba					

Obrázok 29 Úroveň hrozieb jednotlivých Porterových piatich síl
(Zdroj: vlastné spracovanie)

15.1 Potenciálni konkurenti

Hrozba nových potenciálnych konkurentov je pre spoločnosť nízka, a to hlavne z dôvodu vysokých finančných nákladov potrebných na zaobstaranie a údržbu budov a zariadení, budúcich investícií či nákladov na výskum, vývoj a inováciu produktov. Bariérou vstupu nových konkurentov je tiež prepojenie spoločností s dodávateľmi a trhmi, ktoré novovznikajúce spoločnosti sa ťažšie prekonávajú. Problémom pre nové spoločnosti môžu byť aj lojalnosť zákazníkov, ktorí sa neradi presúvajú k neznámym spoločnostiam a radšej dôverujú zabehnutým a známym podnikom, ktorých kvalitu majú overenú. Najväčšou prekážkou je však celkom určite veľké množstvo regulácií a predpisov, ktoré musia spoločnosti operujúce v danom sektore dodržiavať. Väčšinou platí, že na prekonanie týchto bariér je potrebné spojenie viacerých malých podnikov alebo podstúpenie akvizície väčšou firmou. Vstup nových spoločností síce nie je úplne vylúčený, ale pravdepodobne ich nebude príliš veľa a predpokladáme, že pôjde skôr o spoločnosti vytvorené už existujúcimi spoločnosťami v rámci holdingov.

15.2 Dodávateľia

Spoločnosti vyrábajúce zbrane vyrábajú viac-menej podobné produkty. To spôsobuje, že je možné v prípade potreby sú dodávateľia väčšinou schopní nájsť iného odberateľa. Tým, že Zbrojovka pôsobí ako skupina, je schopná túto hrozbu znížiť, najmä tým, že materiál nakupuje od viacerých dodávateľov z rôznych odberateľských ciest. Tento prístup sa ukázal ako efektívny najmä v prípade pandémie, s ktorou sa podniky museli vysporiadať a CZG je schopná udržať kontinuálnu produkciu aj počas pretrvávajúcej korona krízy. Znížila tak silu dodávateľov z vysokej na strednú.

15.3 Hrozba substitútov

Hrozba vyplývajúca zo substitútov je veľmi nízka. Príčinou je vysoko špecifický produkt v podobe zbraní. Ich patentovaním tiež docielia spoločnosti zníženie kvalitatívnych substitútov. V prípade armády a policajných zložiek dokonca neexistuje žiadna náhrada za zbrane, ktoré sú neodmysliteľnou súčasťou ich vybavenia. Pre bežného zákazníka substitúty môžu predstavovať napríklad tasere alebo obušky, no je to len čiastočná náhrada v prípade sebaobrany.

15.4 Zákazníci

Sila zákazníkov je v odvetví obrany a letectva, pod ktoré CZG spadá, veľmi vysoká z dôvodu iba jedného majoritného zákazníka na americkom trhu – Oddelenia obrany (Department of Defence, DoD). To má na starosti zaobstarávanie zbraní pre armádne a policajné zložky. Keďže sa jedná o jediného majoritného zákazníka, je schopný tlačiť ceny dole a požadovať iba vysoko kvalitné produkty. Na európskom trhu je situácia podobná. Je nutné zdôrazniť, že keďže sú reštrikcie nastavené veľmi prísne, je pri jednotlivých tendroch a súťažiach konkurencia veľmi vysoká a spoločnosti sú častokrát nútené znižovať svoje marže, za účelom vyhrať kontrakt.

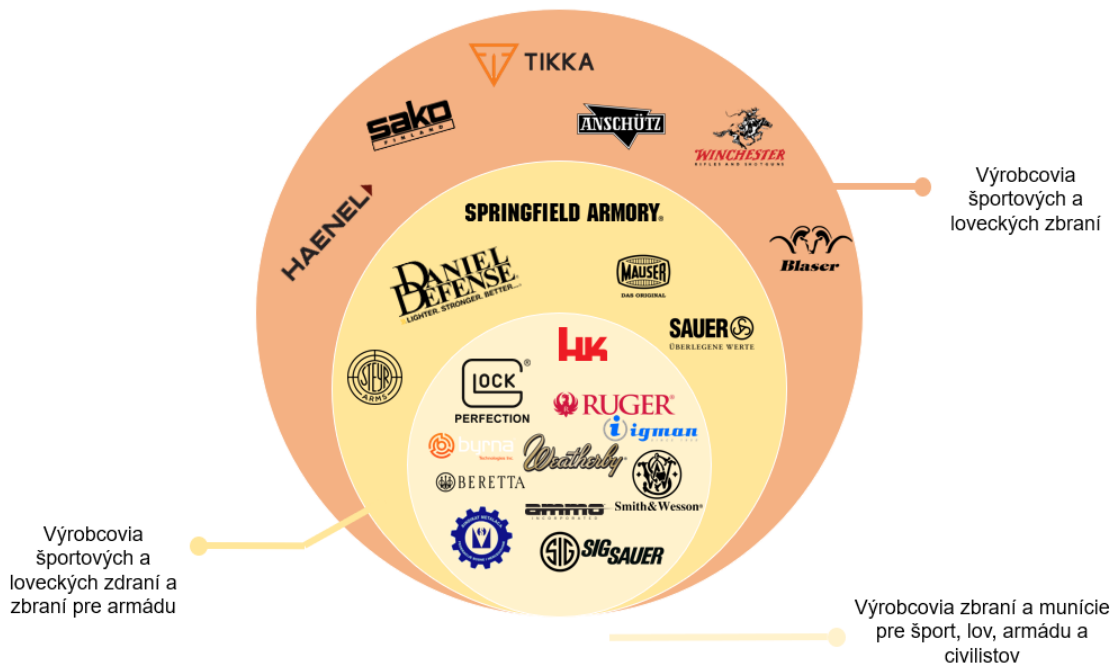
15.5 Konkurencia v odvetví

Poslednou Porterovou silou je sila konkurencie v odvetví. Ako bolo spomínané vyššie, v danom odvetví je rivalita vysoká, hlavne vďaka reguláciám. Iba spoločnosti, ktoré spĺňajú prísne kritériá môžu vstupovať do verejných zákaziek, tým pádom však musia ponúkať kvalitné produkty za prijateľnú cenu.

16 KONKURENCIA

Konkurencia je pri podnikoch vyrábajúcich strelné zbrane vysoká. A to hlavne v prípade spoločností ako CZG, takže takých, ktoré sú zamerané na celé spektrum zákazníkov.

Obrázok č. 30 znázorňuje najväčších konkurentov CZG. V realite je však tento zoznam omnoho väčší.



Obrázok 30 Konkurenti CZG (Zdroj: vlastné spracovanie)

Ako dvoch najväčších konkurentov je možné považovať spoločnosti Smith and Wesson Brands, Inc. a Sturm, Ruger & Co., Inc. Aj keď sa nachádzajú v inom odvetvi, rovnako ako CZG majú tieto dve spoločnosti dlhoročnú tradíciu a sú obchodovateľné na trhu. V tejto kapitole sú uvedené z dôvodu, že sú to spoločnosti operujúce dlhodobo na americkom trhu. Na ich príklade môžeme vidieť, akú silu tento trh má a prečo CZG zvolila stratégiu ho čo najviac atakovať.

16.1 Smith and Wesson Brands, Inc.

Spoločnosť Smith and Wesson má v USA dlhoročnú tradíciu. V roku 2020 sa jej podarilo odčleniť výrobu outdoorových produktov a doplnkov. Vďaka tomu sa stala samostatnou spoločnosťou vyrábajúcou strelné zbrane. Hlavným cieľom tohto odčlenenia bolo sústrediť sa primárne na rast jednotlivých kategórií nezávisle na sebe.

Vo fiškálnom roku 2020, ktorý končí k 30 aprílu, sa spoločnosti podarilo predstaviť až 230 nových typov zbraní, čo poukazuje na obrovské zameranie spoločnosti na výskum a vývoj. Aj vďaka tomu v priebehu roku zaznamenala obrovský rast tržieb vo výške 119,7%. Samozrejme, ani túto spoločnosť neobišli problémy spojené s koronavírusom a dodávateľským reťazcom. Podobne ako CZG však zvolila stratégiu viacerých odberateľov, hlavne z USA, aby bola schopná čo najviac znížiť náklady a využiť strategické zásobovanie. Kritické súčiastky sú navyše nakupované na primárnom aj sekundárnom trhu.

16.2 Sturm, Ruger & Co., Inc.

Spoločnosť vznikla v roku 1949 a na trh sa dostala v roku 1969 a skrátene je označovaná ako Ruger. V štvrtročnej správe uvidela, že počas pandémie zaznamenala výrazný dopyt po svojich výrobkoch, čím priebežne zvýšila tržby o 53,4%, a jej výroba takmer nestíhala tento dopyt pokryť. Skladové zásoby sa v priebehu tretieho štvrťroka 2020 znížili až o 26 700 kusov, čo predstavuje rozdiel medzikvartálne 31% a pokles na historické minimum.

Predpokladané predaje cez sieť nezávislých predajcov počas prvých 9 mesiacov roku 2020 vzrástli o 50%, oproti predchádzajúcemu roku.

17 FINANČNÁ ANALÝZA

Finančná analýza slúži pri oceňovaní podniku na zhodnotenie hospodárenia spoločnosti, identifikáciu vplyvov pôsobiacich na spoločnosť a jej zdravie, prípadne na zostavenie predpokladov fungovania spoločnosti v budúcnosti. Na základe finančnej analýzy je tiež možné zostaviť finančný plán.

17.1 Finančná analýza pomocou absolútnych ukazovateľov

Prvá fáza finančnej analýzy je zameraná na absolútne ukazovatele. Výkazy budú analyzované vertikálne a horizontálne, čím sa zaistí percentuálne rozloženie jednotlivých zložiek a trendy ich vývoja medzi rokmi 2016 – 2019. Je potreba podotknúť, že vo výkazoch roku 2019 boli všetky porovnávacíe údaje prepracované, aby zodpovedali reklasifikácií ukončovaných činností.

17.1.1 Analýza súvahy

Celková hodnota aktív v priebehu sledovaného obdobia rokov 2016 – 2020 vykazovala neustály nárast a od roku 2016 došlo k nárastu hodnoty až o 25,5%. Najväčší medziročný rozdiel pritom možno vidieť medzi rokmi 2017 a 2018, kedy hodnota vzrástla z 6 350 300 Kč na 7 485 800 Kč, čo predstavuje medziročný nárast takmer o 19%. Tieto zmeny boli spôsobené predovšetkým začleňovaním jednotlivých spoločností do holdingu Česká zbrojovka Group SE.

Podiel dlhodobých a krátkodobých aktív na celkových aktívach sa počas štvorročného obdobia preklopil v prospech krátkodobých aktív, vid' tabuľka č. 12. Zatiaľ, čo v roku 2016 tvorili obežné aktíva 42% celkových aktív a dlhodobý majetok tvoril 58%, v roku 2019 to už bolo presne naopak, a teda 42% prislúchalo dlhodobému majetku a 58% obežným aktívam.

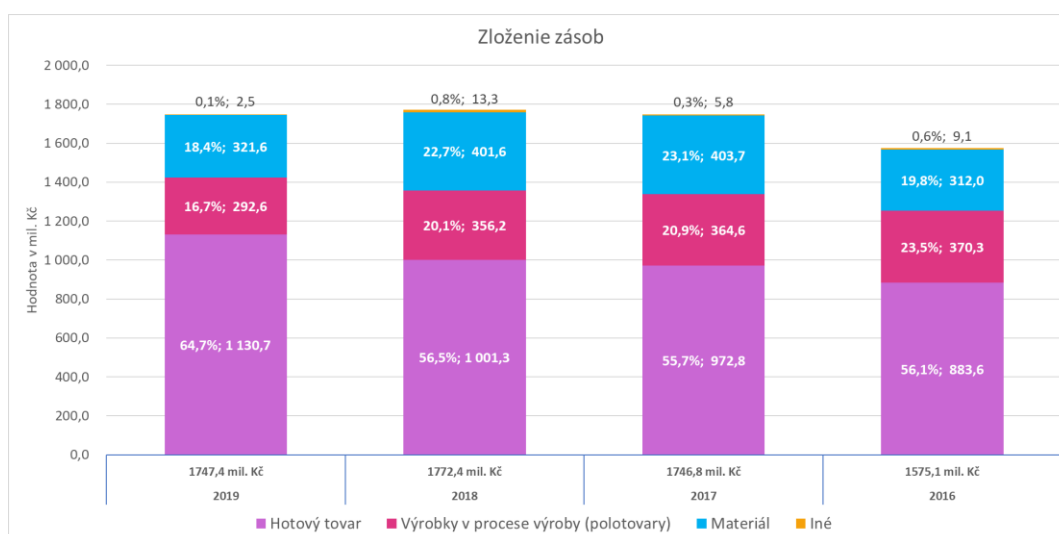
Tabuľka 12 Rozdelenie aktív na dlhodobý a obežný majetok počas rokov 2016 – 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Hodnoty v mil.Kč	2019	2018	2017	2016	Trend 2016 - 2019
Dlhodobý majetok	3 173,60	3 360,60	3 323,60	3 482,40	Pokles
Percentuálne zastúpenie na aktívach celkom	42,0%	44,9%	52,7%	57,9%	
Obežný majetok	4 375,00	4 125,20	2 981,60	2 533,30	Nárast
Percentuálne zastúpenie na aktívach celkom	58,0%	55,1%	47,3%	42,1%	

Najväčšiu časť dlhodobých aktív tvorí, aj vzhľadom na povahu podniku, dlhodobý hmotný majetok. V roku 2019 nastalo mierne zníženie netto hodnoty dlhodobého hmotného majetku oproti predchádzajúcemu roku. Pohľad na jednotlivé položky v brutto hodnotách prináša zistenie, že zníženie pravdepodobne z väčšej časti spôsobil predaj strojov a zariadení. Naopak, došlo k nákupu pozemkov a budov, vďaka spusteniu novej výroby v USA. Momentálne má taktiež spoločnosť vo výstavbe stavby v brutto hodnote 134,1 milióna Kč.

Nakoľko CZG si zakladá na kvalite a svojom mene, má tiež vysokú hodnotu nehmotných aktív. Najväčšiu časť nehmotných aktív zaberajú zmluvné zákaznicke vzťahy. Ich netto hodnota bola v roku 2019 až 367,5 milióna Kč. Druhou najväčšou položkou boli logá a obchodná značka. Táto hodnota je medziročne konštantná. Samozrejmosťou je tiež značná hodnota nehmotných výsledkov vývoja a výskumu, na ktorom si každá spoločnosť vyrábajúca zbrane zakladá a neustále zdokonaľovanie svojich produktov a vývoj nových je jej neodmysliteľnou súčasťou.

Vzhľadom na zameranie spoločnosti je jasné, že obežný majetok spoločnosti bude tvorený predovšetkým zásobami. Tie tvoria v priebehu rokov 2016 – 2019 v priemere 25% celkových aktív spoločnosti. Najväčšou položkou zásob sú hotové výrobky, ktorých hodnota každoročne neustále rastie, vid' obrázok č. 31. V roku 2019 predstavovali hotové výrobky až 65% celkových zásob, čo však vzhľadom na zameranie spoločnosti nie je až tak prekvapujúce. V materiáli spoločnosť drží približne 20% zásob, čo je v rámci prevencie výpadkov materiálu spôsobených omeškaním v dodávateľskom reťazci priaznivá hodnota.



Obrázok 31 Zloženie zásob spoločnosti v jednotlivých rokoch
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Peňažné prostriedky tvorili v rokoch 2018 a 2019 viac než 10% celkových aktív. Spoločnosť ich držala najmä z dôvodu investícií. Pohľadávky z obchodného styku tvorili v roku 2019 takmer 12,5% celkových aktív, pričom k nim boli vytvorené opravné položky. Tieto opravné položky spoločnosť vytvára použitím rezervnej matice, vychádzajúcej z historických skúseností skupiny s kreditnými stratami. Skupina vykazuje opravné položky vo výške 50% pri pohľadávkach viac než 180 dní po splatnosti a 100% pri pohľadávkach viac než 1 rok po splatnosti. Pri výpočte opravných položiek bola od celkovej hodnoty pohľadávok odčítaná hodnota pohľadávky voči spoločnosti HM Arzenal, ktorá bola čiastočne splatená v roku 2020 a spoločnosť sa zaviazala zaplatiť zvyšnú časť do 20 dní. Táto pohľadávka je tiež zaručená maďarským štátom, preto je riziko neuhradenia minimálne. Ostatné pohľadávky spoločnosti tvoria krátkodobé poskytnuté zálohy, dohadné účty alebo časové rozlíšenie. Dlhodobé pohľadávky sú pritom súčasťou dlhodobého majetku.

Zaujímavou súčasťou obežných aktív sú aj finančné deriváty, ktorými spoločnosť zmierňuje menové a úverové riziko. Tieto deriváty zahŕňajú klasické menové forwardy a menové opcie. Všeobecne sa doba splatnosti zaistenia u menových kontraktov pohybuje okolo 5 rokov. Spoločnosť má tiež niekoľko dlhodobých komerčných kontraktov. Úverové riziko je riadené úrokovými swapmi so splatnosťou zodpovedajúcou splatnosti dlhopisov vydaných spoločnosťou Česká zbrojovka a.s.

Veľkou súčasťou obežných aktív sú tiež aktíva držané k rozdeleniu vlastníkom, ktoré sú vykazované v súlade s rozhodnutím odštiepiť výrobu dielov pre automobilový a letecký priemysel mimo skupinu CZG. CZG sa tak chce sústrediť primárne iba na výrobu zbraní, pričom odštiepený časť (CZ – AUTO) sa má zameriavať na oblasť strojárstva. Všetok majetok súvisiaci s novou spoločnosťou bude do tejto spoločnosti prevedený. Výnimkou sú budovy, ktoré bude CZG spoločnosti CZ – AUTO prenajímať. Účtovná hodnota aktív držaných k rozdeleniu vlastníkom v roku 2019 bola 525 273 000 Kč a hodnota záväzkov súvisiacich s týmito aktívami 317 982 000 Kč.

Na strane pasív v spoločnosti mierne prevažujú cudzie zdroje nad vlastným kapitálom. Základný kapitál spoločnosti je zanedbateľný a vlastný kapitál je tak tvorený len kapitálovými fondami a kumulovaným ziskom, ktorý má rastúcu tendenciu, čo je pre spoločnosť dobré znamenie.

Cudzie zdroje sú rozdelené na dlhodobé a krátkodobé záväzky, pričom tie dlhodobé sú o viac než milión vyššie. Najväčšiu časť dlhodobých záväzkov tvoria bankové úvery a pôžičky pre spoločnosti Česká zbrojovka a.s. a 4M SYSTEMS a.s.. V roku 2019 bola ich hodnota

približne 2 253 000 000 Kč, čo predstavuje zostatkovú hodnotu emitovaných dlhopisov. Krátkodobé bankové úvery a kontokorenty pritom dosahujú v roku 2019 len výšku 37 000 Kč. Spoločnosť tvorí aj malú časť rezerv, ktoré sú tvorené na súdne spory, garančné opravy, nevyčerpanú dovolenku alebo zamestnanecké pôžitky.

Veľkú časť krátkodobých záväzkov tvorí aj položka ostatných záväzkov, ktoré v roku 2019 dosahovala takmer 400 000 000 Kč. Viac než polovicu hodnoty tvoria krátkodobé prijaté zálohy a ostatné záväzky. Zvyšok prislúcha záväzkom k zamestnancom, vrátane sociálneho zabezpečenia a zdravotného poistenia, časovému rozlíšeniu a dohadným účtom pasívnym. Aj na strane pasív spoločnosť vykazuje finančné deriváty, ktoré predstavujú zápornú reálnu hodnotu zaist'ovacích derivátov a derivátov určených k obchodovaniu. Ich výška predstavuje takmer 340 000 000 Kč.

17.1.2 Analýza výkazu zisku a strát

Pri analýze výkazu zisku a strát je v prvom rade nutné pripomenúť, že spoločnosť v roku 2019 prepracovala údaje za roky 2018 a 2017 tak, aby zodpovedali reklasifikácií ukončovaných činností. Údaje za rok 2016 však precenené neboli, preto medziročný vývoj medzi rokmi 2016 a 2017 nie je možné brať plne do úvahy.

Nakoľko spoločnosť vykazuje svoje výsledky v súlade s IFRS, sú výnosy z predaja vlastných výrobkov a služieb aj výnosy z predaja tovaru vykazované v jednej položke, a to výnosy z predaja tovaru, výrobkov a služieb. Výnosy z tejto položky tvoria okolo 90% z celkových výnosov, vid' tabuľka č. 13.

Tabuľka 13 Výnosové položky spoločnosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Výnosové položky	2019 v tis. CZK	2018* v tis. CZK	2017* v tis. CZK	2016 v tis. CZK	2019 v %	2018 v %	2017 v %	2016 v %
Výnosy z predaja tovaru výrobkov a služieb	5 958 742	5 339 581	4 555 483	4 930 283	90,0%	92,8%	86,7%	93,0%
Ostatné prevádzkové výnosy	101 515	49 466	18 210	53 101	1,5%	0,9%	0,3%	1,0%
Zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby	52 096	1 943	237 599	59 355	0,8%	0,0%	4,5%	1,1%
Aktivácia	104 974	103 919	116 209	134 422	1,6%	1,8%	2,2%	2,5%
Výnosové úroky	27 882	13 231	44 438	4 326	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%
Ostatné finančné výnosy	373 252	246 920	323 132	118 304	5,6%	4,3%	6,1%	2,2%
Celkom	6 618 461	5 755 060	5 295 071	5 299 791	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

V tabuľke č. 14 je znázornené rozdelenie položky výnosov z predaja tovaru výrobkov a služieb. Najväčšiu časť, už z podstaty podniku, tvorí predaj vlastných výrobkov a služieb, ktorý zahŕňa predaj zbraní a taktického príslušenstva a od roku 2017 neustále narastá. Podobne je nárast vidieť aj u výnosov z predaja tovaru, a teda ďalšieho taktického príslušenstva a munície.

Tabuľka 14 Zloženie položky výnosov z predaja tovaru, výrobkov a služieb
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Výnosy z predaja tovaru výrobkov a služieb	2019 v tis. CZK	2018* v tis. CZK	2017* v tis. CZK	2016 v tis. CZK
Výnosy z predaja tovaru	1 115 063	838 457	507 609	787 263
Výnosy z poskytovania služieb	78 039	83 434	47 850	49 329
Predaj vlastných výrobkov	4 659 367	4 309 031	4 000 024	4 093 691
Predaj licencie	106 273	108 659		
Celkom	5 958 742	5 339 581	4 555 483	4 930 283

Ostatné prevádzkové výnosy tvoria iba malú časť výnosov, vid' tabuľka č. 13. V roku 2019 do týchto výnosov spadajú napríklad dotácie, príjem z prenájmu, náhrady od poisťovne a ostatné. 5,6 % celkových výnosov v roku 2019 tvorili aj ostatné finančné výnosy. Tie tvoria hlavne výnosy z derivátových transakcií, kurzové zisky, výnosové úroky zo swapov a ďalšie.

Z pohľadu nákladových položiek najväčšiu hodnotu dosahuje spotreba surovín a materiálu, tvoriaca okolo 50% celkových nákladov, vid' tabuľka č. 15. Medziročný vývoj tejto položky sleduje rovnaký trend, ako položka výnosov z predaja tovaru, výrobkov a služieb, čo je vzhľadom na previazanosť s touto položkou celkom logické.

Tabuľka 15 Nákladové položky spoločnosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Nákladové položky	2019 v tis. CZK	2018* v tis. CZK	2017* v tis. CZK	2016 v tis. CZK	2019 v %	2018 v %	2017 v %	2016 v %
Spotreba surovín a materiálu	-2 885 982	-2 490 602	-2 074 732	-2 321 984	49,0%	48,0%	43,3%	49,7%
Služby	-820 386	-814 033	-841 026	-693 097	13,9%	15,7%	17,6%	14,8%
Osobné náklady	-1 080 522	-1 045 645	-954 008	-947 866	18,4%	20,2%	19,9%	20,3%
Odpisy	-370 601	-365 189	-349 644	-348 586	6,3%	7,0%	7,3%	7,5%
Ostatné prevádzkové náklady	-116 126	-118 285	-146 092	-68 896	2,0%	2,3%	3,0%	1,5%
Nákladové úroky	-85 842	-47 246	-30 896	-43 403	1,5%	0,9%	0,6%	0,9%
Ostatné finančné náklady	-346 569	-159 659	-263 073	-189 640	5,9%	3,1%	5,5%	4,1%
Daň z príjmu	-178 336	-145 837	-131 128	-54 028	3,0%	2,8%	2,7%	1,2%
Celkom	-5 884 364	-5 186 496	-4 790 599	-4 667 500	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Druhú najvyššiu hodnotu dosahujú osobné náklady, pozostávajúce z miezd a odmien členom orgánov spoločnosti, sociálneho a zdravotného poistenia a sociálnych nákladov. Táto položka medziročne narastá. K nárastu došlo dokonca aj medzi rokmi 2018 a 2019, kedy celkový počet zamestnancov spoločnosti klesol o 100 zamestnancov, vid' tabuľka č. 16. V tabuľke chýba rok 2016 z dôvodu, že k prepočtu vo výkazoch z roku 2019 došlo len u rokov 2017 a 2018. Neprepočítaný počet zamestnancov za rok 2016 by tak značne skresľoval výsledok.

Z tabuľky č. 16 je taktiež zreteľný nárast priemerných miezd a odmien na jedného zamestnanca. Zaujímavý je tiež vývoj počtu riadiacich pracovníkov. V pozorovaných rokoch každý rok pribudol jeden a aj u nich je zreteľný rast priemerných miezd a odmien.

Tabuľka 16 Vývoj položky osobných nákladov a počtu zamestnancov
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	2019 v tis. CZK		2018* v tis. CZK		2017* v tis. CZK	
	Celkom zamestnanci	z toho členovia riadiacich orgánov a riadiaci pracovníci	Celkom zamestnanci	z toho členovia riadiacich orgánov a riadiaci pracovníci	Celkom zamestnanci	z toho členovia riadiacich orgánov a riadiaci pracovníci
Osobné náklady						
Priemerný prepočítaný počet zamestnancov	1 619	31	1 718	30	1 682	29
Mzdy a odmeny členom orgánov spoločnosti	811 234	94 116	783 135	84 806	712 647	67 881
Sociálne zabezpečenie a zdravotné poistenie	241 423	19 061	235 953	10 719	220 406	8 258
Sociálne náklady	27 865	893	26 557	598	20 955	450
Celkom	1 080 522	114 070	1 045 645	96 123	954 008	76 589
Mzdy a odmeny členom orgánov spoločnosti prímerne na jedného zamestnanca	501	3 036	456	2 827	424	2 341

Položka služieb tvorí v pozorovaných rokoch približne 14% – 18% celkových nákladov, takže sa na nich tiež výrazne podieľa. Táto položka je tvorená veľkým množstvom čiastkových položiek, pričom za zmienku stoja hlavne položky ako dopravné súvisiace s predajom, reklama, inzercia a výstavy, či poradenstvo, právne služby, preklady a expertízy, ktoré vzhľadom na veľké množstvo legislatívnych obmedzení veľmi často využívajú.

Odpisy sa podieľajú na celkových nákladoch približne 6 až 8 percentami. V roku 2019 dosiahli 370 601 000 Kč, pričom 133 364 000 Kč prislúchalo dlhodobému nehmotnému majetku a 237 237 000 Kč prislúchalo odpisom dlhodobého hmotného majetku. Podobné zastúpenie pritom bolo pozorované aj v predchádzajúcich rokoch.

17.1.3 Analýza výnosov a nákladov za Q3 2020

Spoločnosť CZG vydala v priebehu roku 2020 konsolidovaný výkaz zisku a strát, preto je možné čiastočne porovnať hodnoty za rok 2020 a 2019. Aj napriek pandémie koronavírusu bola spoločnosť schopná ku koncu Q3 2020 generovať o 10 % vyššie výnosy z predaja tovaru, výrobkov a služieb, než ku koncu Q3 2019.

Výrazný rozdiel zaznamenala položka zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby. V tejto položke sa účtuje o nedokončenej výrobe, teda produktoch, ktoré prešli výrobnými stupňami, už nie sú materiálom, ale ani hotovým výrobkom. Zatiaľ čo v roku 2019 bola táto hodnota kladná, a teda došlo k vyšším prírastkom zásob než vyskladneniu, v roku 2020 sa tento vzťah preklopil.

Náklady spojené so spotrebou surovín pritom zostali na rovnakej úrovni. Došlo však k výraznému zvýšeniu osobných nákladov, ktoré mohli byť spôsobené napríklad zvýšením miezd alebo prijatím nových zamestnancov. Bohužiaľ, táto položka nie je viac bližšie popísaná. Prevádzkový výsledok hospodárenia aj napriek týmto výrazným zmenám vzrástol, rovnako ako výnosy z predaja tovaru, výrobkov a služieb, o 10%, viď tabuľka č. 17.

V rámci finančnej časti výkazu zisku a strát nájdeme výrazné výkyvy v dvoch položkách, a to ostatných finančných výnosoch a nákladoch. V prílohe spoločnosť spomína iba niektoré udalosti, ktoré tieto hodnoty ovplyvnili. Pri položke ostatné finančné výnosy spoločnosť konštatuje, že sa jej k 30. septembru 2020 podarilo vygenerovať zisk z finančných derivátov vo výške 100 939 000 Kč, pričom v minulom roku to bolo 139 470 000 Kč. Čo sa týka ostatných finančných nákladov, spoločnosť uvádza, že sa síce snaží zmierňovať menové a úverové riziko, ale nie všetky deriváty v spoločnosti slúžia ako zabezpečovacie nástroje a pokles reálnej hodnoty týchto derivátov spôsobil ku Q3 2020 stratu vo výške 303 484 000 Kč, pričom v Q3 2019 predstavovala táto strata len 167 204 000 Kč. V tejto položke sa tiež nachádza strata vo výške 100 225 000 Kč, spôsobená precenením finančných inštrumentov používaných na hedging. Vďaka výrazným nárastom položky ostatných finančných nákladov, ktoré položka ostatných finančných výnosov nedokázala dohnať, sa výsledok hospodárenia pred zdanením oproti Q3 roku 2019 znížil o 16%. Konečný čistý zisk po zdanení sa, samozrejme, tiež prepadol, konkrétne o 14%.

Tabuľka 17 Porovnanie výkazu zisku a strát za Q3 2020 a Q3 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Pokračujúce činnosti v tis. CZK	30.9.2020	30 Sep 2019*	Zmena
Výnosy z predaja tovaru výrobkov a služieb	4 964 212	4 502 695	10%
Ostatné prevádzkové výnosy	89 294	130 320	-31%
Zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby	-135 590	61 753	-320%
Aktivácie	91 226	73 024	25%
Spotreba surovín a materiálu	-2 251 592	-2 251 126	0%
Služby	-693 888	-648 770	7%
Osobné náklady	-935 492	-790 786	18%
Odpisy	-291 709	-278 856	5%
Ostatné prevádzkové náklady	-20 806	-57 830	-64%
Prevádzkový výsledok hospodárenia	815 655	740 424	10%
Výnosové úroky	14 176	20 325	-30%
Nákladové úroky	-81 011	-64 733	25%
Ostatné finančné výnosy	378 795	202 404	87%
Ostatné finančné náklady	-544 480	-190 261	186%
Podiel na výsledku pridružených podnikov	10 730	161	6565%
Výsledok hospodárenia pred zdanením	593 865	708 320	-16%
Daň z príjmu	-116 350	-152 056	-23%
Zisk za obdobie z pokračujúcich činností	477 515	556 264	-14%

17.2 Analýza pomerovými ukazovateľmi

Analýza pomerovými ukazovateľmi slúži na zistenie kľúčových informácií o finančnej stránke podniku. Pomocou ukazovateľov likvidity sa zisťuje schopnosť hradiť záväzky, pomocou ukazovateľov aktivity je vyjadrená úroveň využitia majetku, ukazovatele zadlženosti hovoria o štruktúre finančných zdrojov a ukazovatele rentability popisujú celkovú výnosnosť podniku. V nasledujúcej podkapitole bude spoločnosť pomocou týchto ukazovateľov analyzovaná.

17.2.1 Ukazovatele rentability

Tabuľka č. 18 zobrazuje likviditu pomocou rôznych ukazovateľov, ktoré sú zostavené v troch variantoch, a to vo variante zisku pred zdanením, zisku po zdanení a zisku pred úrokmi a zdanením. Tieto ukazovatele majú slúžiť ako hodnotenie dosiahnutého výsledku úsilia podniku.

Tabuľka 18 Analýza ukazovateľov rentability
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

		2019	2018	2017	2016
Rentabilita	Rentabilita tržieb EAT/Tržby	12,32%	10,65%	11,07%	12,82%
	Rentabilita tržieb EBT/Tržby	15,31%	13,38%	13,95%	13,92%
	Rentabilita tržieb EBIT/Tržby	16,27%	12,70%	12,41%	15,52%
	Rentabilita aktiv EAT/A	9,72%	7,60%	8,00%	10,51%
	Rentabilita aktiv EBT/A	12,09%	9,54%	10,08%	11,41%
	Rentabilita aktiv EBIT/A	12,84%	9,06%	8,97%	12,72%
	Rentabilita VK EAT/VK	21,23%	17,33%	15,08%	22,80%
	Rentabilita VK EBT/VK	26,39%	21,77%	19,00%	24,75%
	Rentabilita VK EBIT/VK	28,04%	20,67%	16,91%	27,60%
	ROCE = EBIT/(VK+rezervy+dlh.zav)	16,76%	12,19%	11,53%	17,73%

Prvým ukazovateľom je rentabilita tržieb, ktorá vyjadruje množstvo zisku na 1 Kč tržieb. U tohto ukazovateľa platí, že čím vyššia hodnota, tým lepšia je situácia v podniku z pohľadu produkcie. V porovnaní s odvetvím, kde sa hodnota ROS pohybuje priemerne na úrovni 5,3%, je na tom CZG nadpriemerne, čo signalizuje dobrú prácu managementu a dobré meno na trhu.

Druhým ukazovateľom rentability je rentabilita aktív, ktorý je považovaný za vrcholový ukazovateľ. V sledovaných rokoch je jasne vidieť, že ukazovatele po roku 2016 klesli a postupne sa zvyšovali na úrovne z roku 2016. Tento jav bol spôsobený tým, že aktíva v sledovaných rokoch rástli, no EAT, EBT a EBIT klesli a práve až v roku 2019 sa im podarilo pokoriť úroveň z roku 2016.

Rovnaký trend postihol aj rentabilitu vlastného kapitálu, kde hodnoty tiež výrazne klesli a až v roku 2019 sa vrátili na hodnoty roku 2016. Hodnotu ROE je možné použiť na posúdenie atraktívnosti podniku pre investora. Ak je ROE vyššie, než alternatívny bezrizikový výnos, podnik je pre investora zaujímavý. Keďže je hodnota ROE značne vysoká, je možné povedať, že CZG môže byť pre investorov zaujímavý podnik.

Pri porovnaní rentability vlastného kapitálu a rentability aktív s odvetvím sa dá povedať, že ukazovatele v CZG výrazne prekonalí úroveň odvetvia, kde sa ukazovateľ ROA pohybuje na úrovni 2,8% a ukazovateľ ROE sa pohybuje na úrovni 11,5%, vid' tabuľka č. 19. Treba však podotknúť, že oba tieto ukazovatele sú v rámci odvetvia počítané zo zisku pred

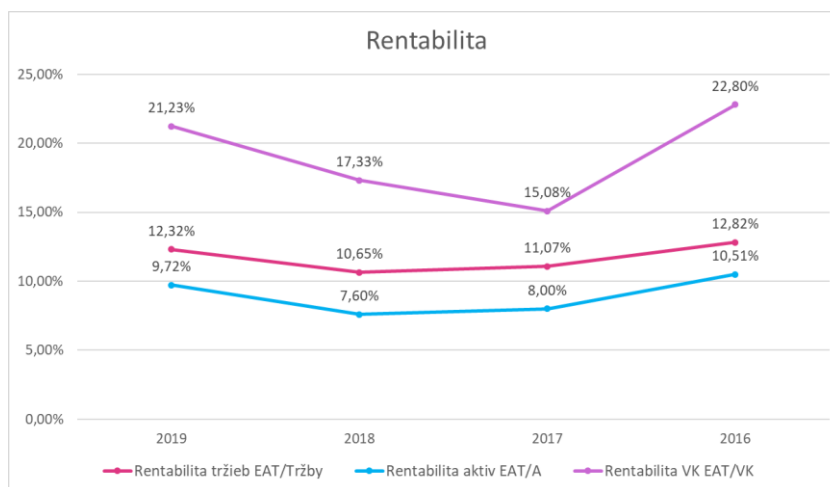
zdanením, pričom výpočet sa mierne líši, keďže ako menovateľ sa berie priemer celkových aktív prípadne vlastného kapitálu z posledných dvoch rokov. Hodnoty v odvetví tak môžu byť o niečo nižšie alebo vyššie.

Tabuľka 19 Vybrané ukazovatele rentability v odvetví (Zdroj: Eikon)

Ukazovateľ	Počítaný ako	Hodnota
ROS - Rentabilita tržieb	EBT / Tržby	5,3%
ROA - Rentabilita aktív	EBT / Priemer celkových aktív posledných dvoch rokov	2,8%
ROE - Rentabilita VK	EBT / Priemer celkového VK z posledných dvoch rokov	11,5%

Posledným ukazovateľom v tabuľke č. 18 je rentabilita investovaného kapitálu. Tento ukazovateľ určuje, koľko prevádzkového hospodárskeho výsledku pred zdanením dosiahol podnik z 1 Kč, ktoré investovali akcionári alebo veritelia. Hodnota tohto ukazovateľa by mala byť vyššia, než úroková miera z úverov a pôžičiek podniku. Priemerná úroková miera sa pritom v roku 2019 pohybovala na úrovni 2,5%, preto je hodnota 16,76%, ktorú CZG dosiahla v roku 2019 značne nadpriemerná.

Medziročný vývoj ukazovateľov ROE, ROA a ROS je zobrazený na obrázku č 32.



Obrázok 32 Medziročný vývoj vybraných ukazovateľov rentability (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

17.2.2 Ukazovatele likvidity

Ako už bolo spomínané, ukazovatele likvidity sa používajú na zistenie schopnosti spoločnosti hradiť svoje záväzky. Pri likvidite existujú tri základné ukazovatele, ktoré budú rozobrané nižšie v tabuľke č. 20 a doplnené o ukazovateľ podielu pracovného kapitálu na obežných aktívach.

Tabuľka 20 Ukazovateľe likvidity v spoločnosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti, Eikon)

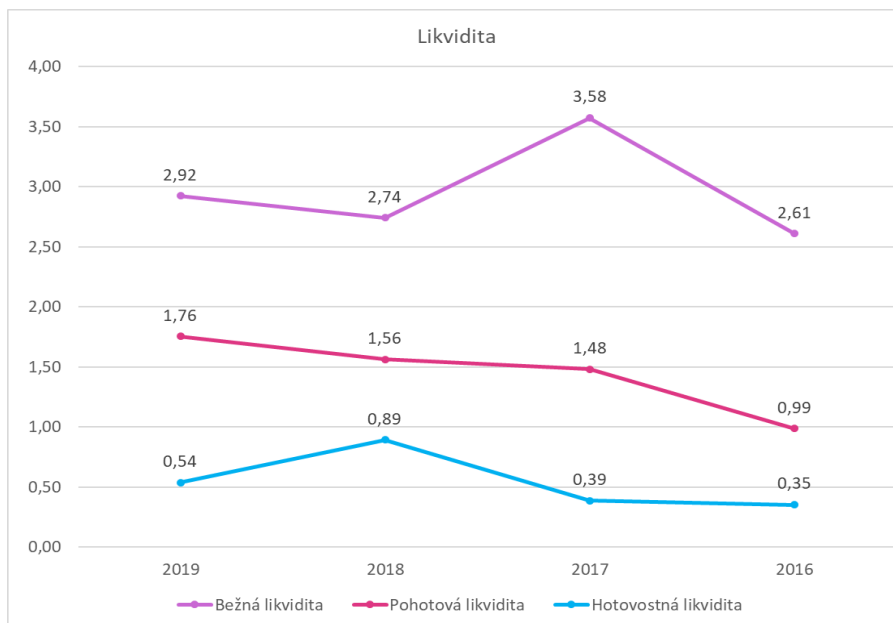
		2019	2018	2017	2016	Odvetvie
Likvidita	Bežná likvidita	2,92	2,74	3,58	2,61	1,35
	Pohotová likvidita	1,76	1,56	1,48	0,99	0,84
	Hotovostná likvidita	0,54	0,89	0,39	0,35	
	Podiel prac.kap. na obež. akt	66%	64%	72%	62%	

Likvidita tretieho stupňa, inak nazývaná bežná alebo celková likvidita, hodnotí schopnosť celkových obežných aktív pokryť krátkodobé záväzky spoločnosti, respektíve krátkodobé záväzky z obchodného styky a krátkodobé bankové úvery. Ideálna výška tohto ukazovateľa sa pohybuje v rozmedzí 1,5 – 2,5. Tieto hodnoty však nedosahuje ani spoločnosť, ktorej hodnoty sa pohybujú nad touto úrovňou, ani odvetvie, ktorého hodnoty sú pod danou úrovňou. Pozitívnym faktom však je, že hodnota je nad úrovňou 1, teda krátkodobé záväzky nie je nutné hradieť dlhodobými zdrojmi. Kritickým rokom v oblasti bežnej likvidity bol rok 2017, kedy jej hodnoty vystúpili až na úroveň 3,58, čo je príliš vysoké číslo. Peňažné prostriedky totiž mohli byť vhodnejšie využité a investície z nich mohli spoločnosti generovať ďalšie peňažné prostriedky.

Pohotová likvidita by sa ideálne mala pohybovať medzi hodnotami 1 a 1,5. Ako môžeme vidieť v tabuľke č. 20, CZG sa pohybuje v rokoch 2016 a 2017 v doporučenom rozmedzí. V dvoch ďalších rokoch však toto rozmedzie prekročila. Stále je na tom však lepšie, než odvetvie, nie je totiž nútená predávať svoje zásoby na splatenie záväzkov, čo nastáva, ak hodnota klesne pod úroveň 1. Medziročný vývoj tohto ukazovateľa, vid' obrázok č. 33, je v pozorovanom období rastúci, čo je možné hodnotiť kladne, keďže pokles by znamenal zhoršenie situácie.

Likvidita prvého stupňa alebo hotovostná likvidita môže dosahovať veľmi nízke hodnoty, pokiaľ podnik v sledovanom období realizuje väčšiu investíciu a spotrebuje veľký obnos peňazí. Ideálna hodnota sa má pohybovať na úrovni 0,2 až 0,3. Tieto ideálne hodnoty CZG v rokoch 2018 a 2019 prekračuje 2 až 3-násobne, čo síce znamená pre podnik, že sa nevystavuje likvidnému riziku a bude schopný zabezpečiť financovanie mimoriadnych udalostí, ale drží príliš veľa hotovosti, ktorá mohla byť investovaná výhodnejšie, vid' vyššie - celková likvidita.

Podiel čistého pracovného kapitálu na obežných aktívach by mal dosahovať 30-50%, no v spoločnosti dosahuje hodnoty 62 – 72%, čo síce znamená, že podnik je finančne stabilný, ale potvrdzuje, že by svoju hotovosť mohol využívať lepšie.



Obrázok 33 Medziročný vývoj vybraných ukazovateľov likvidity
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

17.2.3 Ukazovatele aktivity

Aktivita podniku sa dá analyzovať pomocou viacerých ukazovateľov, vid' tabuľka č. 21. Ako prvý bol použitý ukazovateľ obratovosti aktív, ktorý by mal dosahovať úroveň 1. Bohužiaľ, CZG dosahuje hodnoty nižšie, nie je tak schopná hospodáriť so svojimi aktívami efektívne. Aj keď tržby spoločnosti rastú, nedokážu sa vyrovnáť nárastu aktív.

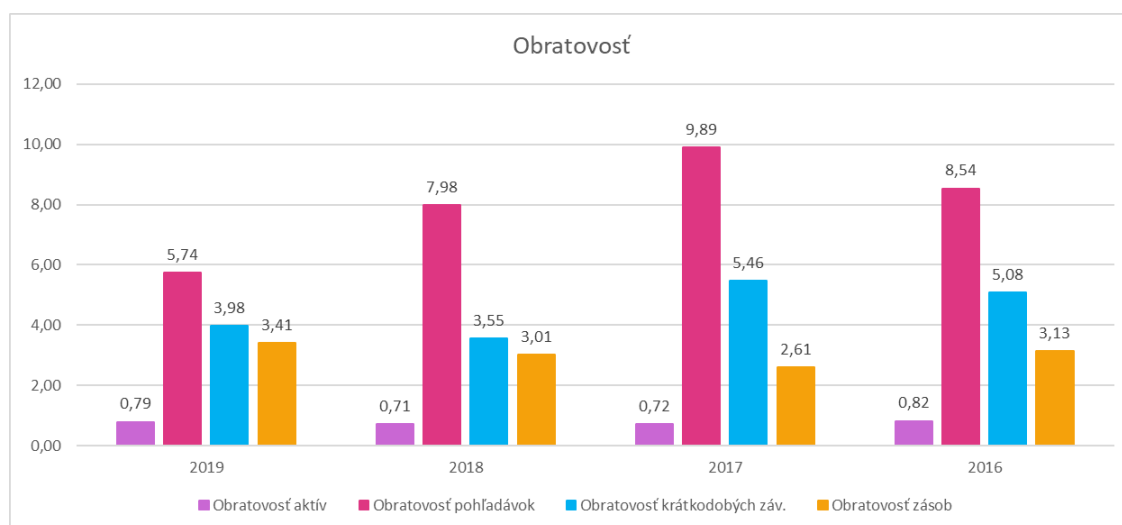
Tabuľka 21 Ukazovatele aktivity
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

		2019	2018	2017	2016
Riadenie aktív	Obratovosť aktív	0,79	0,71	0,72	0,82
	Obratovosť pohľadávok	5,74	7,98	9,89	8,54
	Obratovosť krátkodobých záv.	3,98	3,55	5,46	5,08
	Obratovosť zásob	3,41	3,01	2,61	3,13
	Doba obratu zásob v dňoch	107,04	121,16	139,96	116,61
	Doba obratu pohľadávok	63,57	45,72	36,91	42,75
	Doba obratu krátkod. záväzkov	91,64	102,81	66,82	71,81

Obratovosť pohľadávok dosiahla v roku 2019 hodnotu 5,74, čo v dobe obratu znamená približne 64 dní. Táto hodnota je celkom priaznivá, avšak v predchádzajúcich rokoch na tom bola spoločnosť z pohľadu obratovosti pohľadávok lepšie. Pokles hodnoty spôsobil predovšetkým výrazný nárast pohľadávok z obchodného styku práve medzi rokmi 2018 a 2019.

Obratovosť krátkodobých závazkov sa znížila z hodnôt nad 5 pod úroveň 4, čo znamená, že spoločnosť svoje záväzky spláca dlhšie. V roku 2019 predstavovala doba obratu krátkodobých záväzkov až 92 dní. Pri porovnaní s dobou obratu pohľadávok je jasné, že CZG sa nachádza v pozícii dlžníka.

Obratovosť zásob sa pohybuje v rozmedzí 2,6 až 3,4. V dobe obratu to znamená 107 až 140 dní. Dobrým signálom vyplývajúcim z obrázku č. 34 je, že od roku 2017 sa v tejto oblasti doba obratu skracuje, čo je pre CZG žiadúce.



Obrázok 34 Medziročný vývoj obratovosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

V rámci odvetvia bolo možné sa dopátrať iba k vybraným ukazovateľom, ktoré boli porovnané so spoločnosťou. Tieto vybrané ukazovatele boli počítané pomocou priemerov bežného a minulého obdobia, vid' tabuľka č. 22.

Priemerná obratovosť pohľadávok v odvetví je na úrovni 2,3. Znamená to, že podniky v odvetví majú svoje pohľadávky splatené neskôr, než je to v CZG, ktorej priemerná obratovosť pohľadávok dosahuje hodnoty 7 až 9,5. V dňoch to znamená, že za svoje pohľadávky dostane zaplatené za 38 až 52 dní.

Čitateľ u priemernej obratovosti zásob miesto tržieb nahradený COGS, čiže nákladmi na predaný tovar, výrobky a služby. Táto zmena zapríčinila výrazný odklon od výpočtu obratovosti a doby obratu zásob. Aby sa hodnoty dali porovnať, bola priemerná obratovosť zásob v tabuľke tiež počítaná pomocou COGS. V sledovanom období sa táto hodnota u spoločnosti vyrovnala hodnote odvetvia.

V rámci odvetvia bol vypočítaný ešte ukazovateľ obratovosti a doby obratu dlhodobého hmotného majetku. Na základe týchto dvoch ukazovateľov je jasné, že odvetvie dosahuje

lepšie hodnoty. Svoj dlhodobý hmotný majetok sú totiž spoločnosti schopné obrátiť viackrát. Hodnoty CZG je však aj tak možné hodnotiť kladne. Pri porovnaní s hodnotami obratovosti zásob (počítanými pomocou tržieb) sa opätovne potvrdzuje, že ide o výrobný podnik, ktorý drží v zásobách hodnotu porovnateľnú s dlhodobým hmotným majetkom.

Tabuľka 22 Porovnanie vybraných ukazovateľov obratovosti spoločnosti s odvetvím
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti, Eikon)

Ukazovateľ	Spôsob výpočtu	2019	2018	2017	2016	Odvetvie
Priemerná obratovosť pohľadávok	Tržby / priemerné celkové pohľadávky za dva roky	7	9,5	8,8	-	2,3
Priemerná doba obratu pohľadávok	365 / Priemerná obratovosť pohľadávok	52,4	38,7	41,7	-	161,2
Priemerná obratovosť zásob	Náklady na predaný tovar, výrobky a služby / priemerné zásoby za dva roky	2	1,8	1,6	-	1,9
Priemerná doba obratu zásob	365 / Priemerná obratovosť zásob	180,7	200,7	233,9	-	188,8
Priemerná obratovosť dlhodobého hmotného majetku	Tržby / Priemerná hodnota dlhodobého majetku za dva roky	2,9	2,61	2,32	-	3,98
Priemerná doba obratu dlhodobého hmotného majetku	365 / Priemerná obratovosť dlhodobého majetku	125,86	139,85	157,33	-	91,71

17.2.4 Ukazovatele zadĺženia

Aj pri zadĺženosti platí, že v rámci odvetvia boli dostupné len obmedzené hodnoty ukazovateľov. Tie boli analyzované a porovnané so spoločnosťou a doplnené o sériu ďalších ukazovateľov, ktoré síce nebolo možné porovnať s odvetvím, ale aj napriek tomu o zadĺžení spoločnosti poskytli relevantné údaje.

Prvým ukazovateľom, ktorý sa v rámci ukazovateľov zadĺženosti odvetvia podarilo získať, je finančná páka alebo majetkový koeficient. U tohto ukazovateľa platí, že čím vyššia je jeho hodnota, tým menší je podiel vlastného kapitálu na celkových zdrojoch a tým väčší je efekt finančnej páky na rentabilitu vlastného kapitálu. Hodnota v roku 2019 je pod úrovňou odvetvia, čo znamená, že v odvetví majú podniky ešte nižšie podiely VK na celkových aktívach. Podrobnejšie je finančná páka rozobraná v prílohe P IX, kde sa nachádza pyramídový rozklad ukazovateľa ROE, ale z tabuľky č. 23 je už teraz jasné, že za tak vysoké hodnoty finančnej páky môže predovšetkým miera zadĺženosti.

Druhým ukazovateľom je podiel dlhodobého úveru k celkovým úplatným zdrojom. V spoločnosti sú celkové úvery tvorené primárne dlhopismi, malú časť dopĺňajú dlhodobé úvery a krátkodobé úvery sú úplne zanedbateľné. Je teda možné tvrdiť, že u spoločnosti ide skôr o ukazovateľ dlhodobých úverov ku celkovému VK. V spoločnosti je táto hodnota omnoho nižšia, než v odvetví. Predpoklad je taký, že spoločnosti v odvetví pravdepodobne neemitujú dlhopisy. Keď totiž dôjde k očisteniu celkového a dlhodobého úveru o dlhopisy, hodnota ukazovateľa výrazne klesne a aspoň čiastočne sa priblíži odvetviu.

Posledný ukazovateľ je kvázi podiel čistého dlhu ku EBITDA. Pri výpočte čistého dlhu sa berie do úvahy priemer dvoch rokov. Tento ukazovateľ hovorí, ako dlho, pri vyjadrení

v rokoch, bude spoločnosti trvať splatiť dlh, za podmienok, že čistý dlh a EBITDA budú konštantné. Pri porovnaní s odvetvím je zrejmé, že spoločnosť by zvládla splatiť svoj dlh rýchlejšie, najmä preto, že drží veľký objem hotovosti na bežnom účte a v pokladni.

Tabuľka 23 Porovnanie vybraných ukazovateľov zadĺženia spoločnosti a odvetvia
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti, Eikon)

Ukazovateľ	Spôsob výpočtu	2019	2018	2017	2016	Odvetvie
Finančná páka (Aktíva / Vlastný kapitál)	Celkové aktíva / Celkový vlastný kapitál	2,18	2,28	1,89	2,17	2.89
% LT Debt to Total Capital	Dlhodobý úver / (Celkový úver+celkový VK)	39,7%	40,3%	30,8%	34,0%	2.5%
	Hodnota bez dlhopisov	3,8%	4,0%	5,0%	6,0%	
(Total Debt - Cash) / EBITDA	(((Celkový úver BO - hotovosť BO) +(Celkový úver MO - hotovosť MO))/2) / EBITDA BO	0,90	1,01	1,29	-	1.21

Dopočítané boli tiež ďalšie ukazovatele, ktoré sa radia medzi najzakladanejšie ukazovatele zadĺženosti, vid' tabuľka č. 24. Prvým ukazovateľom je celková zadĺženosť, označovaná tiež ako ukazovateľ veriteľského rizika. Vďaka tomuto ukazovateľu je možné zistiť, akou majetkovou základňou má CZG kryté cudzie zdroje. Vo všeobecnosti platí, že čím vyššia je hodnota tohto ukazovateľa, tým vyššie je riziko pre veriteľa. Vo všetkých sledovaných obdobiach sa spoločnosť nachádzala pod odporúčanou úrovňou, a s výnimkou roku 2017 dosahovala konštantné hodnoty. Toto vychýlenie spôsobilo zníženie hodnoty cudzieho kapitálu, z toho predovšetkým zníženie hodnoty záväzkov z obchodného styku o 100 600 000 Kč, a zvýšenie hodnoty celkových aktív, hlavne v dôsledku zvýšenia celkových zásob.

Tabuľka 24 Ukazovatele zadĺženosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

		2019	2018	2017	2016
Zadĺženosť	Celková zadĺženosť	54,04%	55,79%	45,91%	50,94%
	Miera zadĺženosti	117,60%	126,20%	84,87%	103,85%
	Úrokové krytie	11,30	14,37	18,30	17,63
	Krytie DM VK	0,91	1,02	0,97	1,18
	Krytie DM dlhodobým kapit.	1,91	1,78	1,65	1,45

S celkovou zadĺženosťou je výrazne previazaná miera zadĺženosti, čiže zadĺženosť VK alebo D/E ratio. V praxi by sa cudzie a vlastné zdroje v podniku mali rovnať. Miera zadĺženosti u CZG sa v sledovaných rokoch pohybuje medzi 85% až 126%. U stabilných podnikov sa pritom akceptujú hodnoty medzi 80% až 120%. CZG teda toto rozmedzie, až na výnimku v roku 2018, spĺňa. Vychýlenie v roku 2018 spôsobil hlavne úpis nových dlhopisov vo výške 750 000 000 Kč.

Ukazovateľ úrokového krytia vyjadruje, koľkokrát výška prevádzkového zisku pokryje úroky, Vo všetkých sledovaných rokoch hodnoty výrazne prekračujú odporúčanú hodnotu,

ktorá je stanovená na úrovni 1. Za priaznivú hodnotu sa považuje úroveň okolo 7. Najbonitnejšie spoločnosti v USA však dosahujú až hodnoty okolo 12 -13, takže je možné konštatovať, že sa im CZG vyrovná.

V rokoch 2016 a 2018 sa ukazovateľ krytia dlhodobého majetku vlastným kapitálom dostal nad hodnoty 1, čo naznačuje, že spoločnosť musela pre krytie svojich obežných aktív používať vlastný kapitál. Tesne pod hodnotou 1 sa podnik nachádzal v roku 2017 a v roku 2019 sa mu podarilo dostať až na hodnotu 0,91, čo mu zaručilo lepšie postavenie.

Vo všetkých sledovaných rokoch podnik taktiež spĺňal zlaté pravidlo financovania, takže dlhodobé aktíva boli kryté dlhodobým kapitálom. Je tak finančne stabilný a používa prevažne konzervatívnu stratégiu financovania, a teda svoj krátkodobý majetok financuje dlhodobými zdrojmi.

17.3 Analýza rozdielových ukazovateľov

Najdôležitejším ukazovateľom v oblasti rozdielových ukazovateľov je čistý pracovný kapitál. Vo všetkých sledovaných rokoch tento ukazovateľ v spoločnosti dosahuje kladných hodnôt a má rastúcu tendenciu.

Krátkodobé záväzky v spoločnosti sú teda nižšie, než krátkodobý majetok a podnik má k dispozícii viac voľných prostriedkov, než splatných záväzkov. Pri pomere čistého pracovného kapitálu a obežných aktív znázorneného v tabuľke č. 25 je vidno, že ČPK tvorí vo všetkých rokoch viac než 60% obežných aktív, čo je značne vysoká hodnota. Ako bolo už spomenuté v časti venovanej analýze likvidity, vypovedá to o tom, že spoločnosť tvorí značnú finančnú rezervu, pričom by svoje peňažné prostriedky mohla využiť lepšie.

Tabuľka 25 Rozdielové ukazovatele spoločnosti
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	2019	2018	2017	2016
Čistý pracovný kapitál	2 879,0	2 621,0	2 147,7	1 563,3
ČPK/OA	65,81%	63,54%	72,03%	61,71%

18 ROZDELENIE AKTÍV NA PREVÁDZKOVO NUTNÉ A NENUTNÉ

Pre uskutočnenie ocenenia je nutné rozdelenie aktív na prevádzkovo nutné a nenutné. Nenutné aktíva predstavujú položky nepodieľajúce sa na hlavnej činnosti podniku.

18.1 Dlhodobý hmotný a nehmotný majetok

V rámci dlhodobého nehmotného majetku spoločnosť vykazuje položky ako software, výskum a vývoj alebo značky a logá. Tieto položky tvoria neodmysliteľnú súčasť činnosti podniku, preto je možné ich považovať za prevádzkovo nutné. To isté platí aj pri dlhodobom hmotnom majetku, z ktorého hodnoty bola vyčlenená samostatná položka aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom. Túto časť je potrebné označiť ako prevádzkovo nenutnú.

18.1.1 Odstránenie aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom

Vďaka odštiepeniu výroby dielov pre letecký a automobilový priemysel mimo skupinu sa hodnota aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom v roku 2019 vyšplhala až na 525 273 000 Kč, vid' tabuľka č. 26. V roku 2018 je táto položka vo výške 62 296 00 Kč tvorená podielmi spoločnosti CZ – Slovensko, s.r.o určenými k predaju.

Tabuľka 26 Položka aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom - prevádzkovo nenutná položka (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019	2018	2017	2016
Aktíva držané k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	525 273	62 296	0	0

18.2 Obežné aktíva

Rovnako ako u dlhodobého hmotného a nehmotného majetku, aj v prípade obežných aktív je nutné uskutočniť niekoľko úprav.

18.2.1 Odstránenie finančných derivátov

Ako už bolo spomínané, keďže hlavnou činnosťou CZG nie je investičná činnosť, je potrebné jej aktíva očistiť o finančné deriváty. Hodnoty týchto položiek nájdeme v tabuľke č. 27.

Tabuľka 27 Položka finančných derivátov - prevádzkovo nenutná položka (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019	2018	2017	2016
Finančné deriváty	236 486	258 450	425 187	91 947

18.2.2 Odstránenie prevádzkovo nenutných peňažných prostriedkov

CZG predovšetkým v rokoch 2018 a 2019 výrazne zvýšila výšku držaných peňažných prostriedkov, vďaka čomu sa zvýšila aj hotovostná likvidita podniku, vid' tabuľka č. 28. Keďže hodnota hotovostnej likvidity sa má ideálne pohybovať v rozmedzí 0,2 až 0,3, je nutné nadbytočnú časť peňažných prostriedkov odstrániť. Ako limit pre prevádzkovo nutnú hotovostnú likviditu bol zvolený horný interval odporúčaných hodnôt, a teda 0,3.

Tabuľka 28 Určenie prevádzkovo nutných peňažných prostriedkov
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019	2018	2017	2016
Peňažné prostriedky a krátkodobé investície	805 503	1 345 628	323 360	343 005
Krátkodobé záväzky	1 495 622	1 503 547	834 082	970 452
Hotovostná likvidita	0,54	0,89	0,39	0,35
Prevádzkovo nutná okamžitá likvidita	0,30	0,30	0,30	0,30
Prevádzkovo nutné peňažné prostriedky	448 687	451 064	250 225	291 136
Prebytočné peňažné prostriedky	356 816	894 564	73 135	51 869

18.3 Prevádzkovo nutný investovaný kapitál

V rámci vyčíslenia prevádzkovo nutného investovaného kapitálu došlo tiež k niekoľkým úpravám, vid' tabuľka č. 29. Z aktív spoločnosti boli vyradené prevádzkovo nepotrebné položky uvedené vyššie. U pohľadávok a zásob nedošlo ku zmenám a sú vykázané v rovnakej výške ako vo výkazoch.

U krátkodobých záväzkov došlo k zníženiu v rokoch 2018 a 2019 z dôvodu odčítania záväzkov súvisiacich s aktívami držanými k predaju a k rozdeleniu vlastníkom. Taktiež bola odčítaná hodnota krátkodobých bankových úverov a kontokorentov a finančných derivátov.

Ostatné záväzky obsahujú položku dohadných účtov pasívnych a časové rozlíšenie pasívne a sú súčasťou položky krátkodobých záväzkov, preto nie sú vykázané samostatne. Súvzťažne k tejto položke by mala byť zahrnutá aj položka ostatné pohľadávky, ktorá sa naopak od ostatných záväzkov, ktoré sa odčítajú, má pripočítat'. Táto položka v tabuľke tiež chýba z dôvodu, že už je súčasťou položky pohľadávky.

Tabuľka 29 Úprava položiek a určenie investovaného prevádzkovo nutného kapitálu
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2 019	2 018	2 017	2 016
Dlhodobý hmotný majetok	1 994 748	2 108 476	1 980 045	1 841 765
Dlhodobý nehmotný majetok	834 242	922 433	1 009 446	1 212 009
Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný	2 828 990	3 030 909	2 989 491	3 053 774
Zásoby	1 747 427	1 772 415	1 746 802	1 575 053
Pohľadávky	1 105 586	734 726	539 139	259 924
Prevádzkovo nutné peňažné prostriedky	448 687	451 064	250 225	291 136
Krátkodobé záväzky	801 430	838 799	687 843	632 545
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	2 500 270	2 119 406	1 848 323	1 493 568
Investovaný kapitál prevádzkovo nutný	5 329 260	5 150 315	4 837 814	4 547 342

18.4 Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia

Po uskutočnení úprav aktív na prevádzkovo nutné a nenutné je potrebné upraviť taktiež výsledok hospodárenia. Podobne ako pri úprave aktív, aj u výsledku hospodárenia je potrebné odstrániť položky, ktoré nesúvisia s hlavnou činnosťou podniku. Vychádza sa pritom z prevádzkového výsledku hospodárenia, čím sa odfiltrujú položky, ktoré by nemali byť zahrnuté do ďalšieho ocenenia.

Čo sa týka CZG, ukončované činnosti spojené s odštiepením výroby pre automobilový a letecký priemysel sú vo výkaze zisku a strát vykázané samostatne ako dodatočná položka zisk ukončených činností po zdanení. Vďaka tomu ukončované činnosti nevstupujú do prevádzkového ani finančného výsledku hospodárenia. Jednotlivé položky ukončovaných činností sú taktiež súčasťou prílohy konsolidovanej účtovnej závierky.

Od prevádzkového výsledku hospodárenia je však nutné odčítať zisk/stratu z predaja dlhodobého majetku, zisk/stratu z predaja materiálu a príjem z prenájmu. Keďže spoločnosť vykazuje svoje výsledky podľa medzinárodných štandardov účtovného výkazníctva, súčasťou výkazov nie je priama informácia o zostatkovej cene dlhodobého majetku, ako je tomu v prípade vykazovania v rámci českého účtovníctva. Ako zostatkové ceny boli preto použité položky zníženie hodnoty – aktíva k predaju a strata z predaja materiálu, patriace do položky ostatných prevádzkových nákladov. Následne boli pričítané výnosové úroky, podiely na výsledku pridružených podnikov a ostatné finančné výnosy, pod ktoré spadajú napríklad kurzové zisky. Súvzťažne k tomu boli odčítané ostatné finančné náklady, ako napríklad bankové poplatky alebo kurzové straty.

Po uskutočnení týchto úprav sme získali hodnotu KPVH pred zdanením. Pričítaním odpisov sme potom dostali hodnotu KPVH pred zdanením a odpismi. Výsledná hodnota je zobrazená v tabuľke č. 30 na ďalšej strane.

Tabuľka 30 Výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	Operácia	2019	2018	2017	2016
Prevádzkový VH	=	943 710	661 155	561 999	796 732
Príjem z prenájmu	-	1 883	1 932	3 218	1 985
Zisk/strata z predaja dlhodobého majetku	-	-327	436	1 084	6 447
Zisk/strata z predaja materiálu	-	0	5 303	-3 816	27 585
Zníženie hodnoty - aktíva k predaju	+	0	20 192	0	0
Strata z predaja materiálu	+	20 930	0	0	0
Výnosové úroky	+	27 882	13 231	44 038	4 326
Ostatné finančné výnosy	+	373 252	246 920	323 132	118 304
Podiel na výsledku pridružených podnikov	+	22	42	428	-155
Ostatné finančné náklady	-	326 569	159 659	263 073	189 640
KPVH pred zdanením	=	1 037 671	774 210	666 038	693 550
Odpisy dlhodobého majetku	+	370 601	365 189	349 644	348 586
KPVH pred zdanením a odpismi	=	1 408 272	1 139 399	1 015 682	1 042 136

19 PROGNOZA GENERÁTOROV HODNÔT

Po stanovení korigovaného výsledku hospodárenia je pred zostavením finančného plánu vytvoriť ešte prognózu generátorov hodnoty.

19.1 Tržby

Ako už bolo spomínané v kapitolách vyššie, tržby spoločnosti sú primárne tvorené predajom vlastných výrobkov a služieb. Majoritnú časť tvoria výnosy z trhu v USA, čo bude pre prognózu nosný predpoklad.

Tabuľka 31 Výpočet priemerného tempa rastu tržieb
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019	2018	2017	2016
Tržby	5 958 742	5 339 581	4 555 483	4 930 283
Tržby pred úpravou	X	5 818 256	4 999 734	4 930 283
Tempo rastu	11,6%	17,2%	1,4%	X
Priemerné tempo rastu	10,1%			

Analýzou tržieb bolo zistené priemerné tempo rastu za roky 2016 – 2019, vid' tabuľka č. 31. Pre stanovenie tempa rastu medzi rokmi 2016 a 2017 boli zvolené hodnoty z výkazov z roku 2018, keďže v roku 2019 došlo k preceneniu položiek tak, aby zodpovedali reklasifikácií ukončovaných položiek. Priemerné tempo rastu tak dosahovalo 10,1%

Bohužiaľ, nepodarilo sa získať predikciu predajov zbraní na nasledujúce roky, čo by značne uľahčilo prognózu tržieb. Celkovo je vďaka reštrikciám veľmi zložitá najmä akékoľvek údaje. Dostupné bolo len tempo rastu predaja zbraní v USA za obdobie od januára 2019 do októbra 2020. Tieto dáta sa môžu samé o sebe zdať nedostačujúce, ale keď sa spoja s dátami o uskutočnených bezpečnostných previerkach, je možné dostať priemerné tempo rastu za dlhšie obdobie. Platí totiž predpoklad, že počet bezpečnostných previerok koreluje s predajom zbraní/tržbami za predaj zbraní, respektíve tempo rastu bezpečnostných previerok by malo korelovať s tempom rastu tržieb za predaj zbraní. Tento predpoklad bolo najskôr potrebné overiť, preto bola uskutočnená korelačná analýza. Celkové údaje pre korelačnú analýzu budú súčasťou prílohy P X, výsledky sú však uvedené v tabuľke č. 32.

Vypočítaný korelačný koeficient dosahuje hodnotu 0,892, čo naznačuje vysokú pozitívnu koreláciu, avšak korelácia neimplikuje kauzalitu, preto bolo potrebné overiť výsledky pomocou kritickej hodnoty a testovej štatistiky. Keďže testová štatistika je väčšia, než

kritická hodnota, preukázala sa významnosť korelácie. Na základe tohto výsledku bola ďalej uskutočnená regresná analýza, ktorá má za cieľ stanoviť priemerné tempo rastu tržieb.

Tabuľka 32 Korelačná analýza
(Zdroj: vlastné spracovanie)

Korelačný koeficient	0,892	Testová štatistika je väčšia než kritická hodnota, preukázala sa významnosť korelácie
Počet pozorovaní	22	
Kritická hodnota	2,09	
Testová štatistika	8,84	

Vďaka regresnej analýze boli zistené hodnoty tempa rastu tržieb. Hodnota spoľahlivosti regresnej analýzy dosahovala úroveň 0,796, a teda výrazne prekročila odporúčanú hodnotu 0,6. Údaje o bezpečnostných previerkach boli dostupné od roku 2000 do konca roku 2020, teda bolo možné určiť viacero úrovní tempa rastu tržieb. Pri zohľadnení všetkých dostupných dát sa priemerné tempo rastu tržieb pohybuje na úrovni 5,91%. Relevantnejší pohľad však ponúka tempo rastu tržieb, ktoré zohľadňuje iba tempo rastu bezpečnostných previerok za niekoľko rokov spätne, nakoľko staršie údaje sú menej relevantné. Pri zohľadnení údajov iba za obdobie od roku 2011 do roku 2019 sa dostávame na priemerné tempo rastu tržieb v úrovni 6,74%, vid' tabuľka č. 33. Treba však brať do úvahy rekordný rok 2020, ku ktorému už sú dostupné dáta a bolo možné vypočítať, že tempo rastu by malo dosiahnuť až 66,88%. Samozrejme, táto hodnota je za celý trh, s vysokou pravdepodobnosťou CZG aj kvôli výrobným kapacitám nedokáže takýto rast dosiahnuť. Rok 2020 bol následne zahrnutý do výpočtu za dlhšie obdobie, a to od roku 2011, kde výsledná hodnota tvorila 12,76%, čo sa výraznejšie približuje aj priemernému tempu rastu CZG v posledných rokoch.

Tabuľka 33 Výpočet priemerného tempa rastu tržieb podľa dát z bezpečnostných previerok
(Zdroj: vlastné spracovanie)

Ukazovateľ	Hodnoty
Priemerné tempo rastu BC za obdobie 2000 - 2020	7,72%
Priemerné tempo rastu tržieb za obdobie 2000 - 2020	5,91%
Priemerné tempo rastu BC za obdobie 2011 - 2019	8,16%
Priemerné tempo rastu tržieb za obdobie 2011 - 2019	6,74%
Tempo rastu BC za rok 2020	39,92%
Vypočítané tempo rastu tržieb za rok 2020	66,88%
Priemerné tempo rastu BC za obdobie 2011 - 2020	11,34%
Priemerné tempo rastu tržieb za obdobie 2011 - 2020	12,76%

Taktiež je potrebné vziať do úvahy akvizíciu spoločnosti Colt, ktorá v roku 2021 značne ovplyvní výsledky CZG. Predpokladá sa, že kombinovaná hodnota výnosov po akvizícií by v roku 2020 prekročila 542 000 000 USD, čo predstavuje približne 11,8 miliardy Kč.

Zároveň sa CZG sústreďí na väčšiu orientáciu na americký trh, čo znamená, že tržby budú značne ovplyvnené práve situáciou v USA. Ďalší dôležitý faktor hrajúci v prospech vyššieho tempa rastu, než CZG zaznamenala v minulosti, ktorý však nesúvisí s americkým trhom, no určite bude mať výrazný dopad na tržby, je plánovaný päťročný kontrakt s českou armádou, ktorý má CZG začať plniť v roku 2021 a má pre českú armádu zabezpečiť dodávku asi 39 tis. kusov zbraní v celkovom objeme až 2 350 mil. Kč

Vzhľadom na fakt, že nie je k dispozícii predpoveď či výhľad pre dané odvetvie, je vďaka kríze v roku 2020 a vďaka faktu, že sa trh so zbraňami chová anti-cyklicky, použitý predpoklad, že priemerný rast tržieb bude v roku 2020 vyšší, než historické tempo CZG, preto bude navýšené o 5 percentuálnych bodov. V roku 2021 sa očakáva výrazné navýšenie vďaka akvizíciám. CZG v dokumente venovanému akvizíciám sama spomína, že v roku 2020 predpokladá hodnoty okolo 6,8 miliardy Kč, pričom akvizíciou predpokladá nárast až o 89%. Pre rok 2022 je vďaka zvýšeniu možností na trhu v USA použité priemerné tempo rastu vypočítané na úrovni 12,76%, podľa tabuľky č 33.

Tabuľka 34 Zvolené tempo rastu v rokoch 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
Tržby	6 856 854	12 959 454	14 612 569
Tempo rastu	15,07%	89%	12,76%
Priemerné tempo rastu	38,94%		

Pred uvedením ďalších generátorov hodnôt je treba podotknúť, že nebolo možné získať výsledky samostatne za spoločnosť Colt. Prognózy generátorov hodnôt, ktoré budú spomenuté nižšie, sa teda budú riadiť čisto minulosťou CZG a predpokladom, ako by sa situácia na základe minulých dát mohla vyvíjať.

19.2 Prevádzková zisková marža

Ďalšou položkou nutnou pre zostavenie plánu a ocenenie je ukazovateľ ziskovej marže. Tento ukazovateľ je získaný vydelením korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia pred zdanením a odpismi k tržbám. Najmä kvôli komplexnosti výkazov bola ako prvá zvolená metóda „zhora“, ktorou boli zistené ziskové marže za roky 2016 až 2019. Priemerná zisková marža z týchto rokov dosiahla 22,10%.

Tabuľka 35 Určenie priemernej ziskovej marže metódou zhora
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019	2018	2017	2016
Tržby	5 958 742	5 339 581	4 555 483	4 930 283
KPVH pred zdanením a odpismi	1 408 272	1 139 399	1 015 682	1 042 136
Zisková marža	23,63%	21,34%	22,30%	21,14%
Priemerná zisková marža	22,10%			

Ako je vidieť z tabuľky č. 35, zisková marža sa pohybuje v konštantných hodnotách. Vzhľadom na pokračujúcu expanziu spoločnosti a priaznivému výhľadu do budúcnosti je možné predpokladať mierne zvýšenie priemernej marže, preto bola na obdobie 2020 – 2022 stanovená vo výške 23%, vid' tabuľka č. 36.

Tabuľka 36 Predikcia priemernej ziskovej marže v rokoch 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
Tržby	6 856 854	12 959 454	14 612 569
KPVH pred zdanením a odpismi	1 577 076	2 980 674	3 360 891
Priemerná zisková marža	23%		

Pri určovaní ziskovej marže zdola je nutné sa najskôr pozrieť na výnosové položky. Keďže na tržby už bola vytvorená predikcia vyššie, táto výnosová položka bude preskočená. Vzhľadom na to, že nie je známe zloženie výnosov spoločnosti Colt, je nutné podotknúť, že vo všetkých rokoch sa bude predpokladať rovnaká úroveň podielov položiek.

Druhou výnosovou položkou sú ostatné prevádzkové výnosy. V tabuľke č. 37 v roku 2017 vidieť výkyv v hodnote, ktorá sa však v roku 2018 ustálila na rovnakej úrovni, ako v roku 2016. Bohužiaľ, k tomuto výkyvu nebolo možné dohľadať bližšie informácie. Sú však dostupné informácie k druhému prudkému výkyvu v roku 2019, ktorý bol zapríčinený predajom licencie na výrobu zbraní. Keďže išlo o mimoriadnu udalosť, predpokladá sa, že spoločnosť sa v budúcnosti vráti skôr na úroveň rokov 2018 a 2016, a teda položka ostatných prevádzkových výnosov bude tvoriť približne 1% celkových výnosov.

Ďalšou položkou je zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby. Táto položka je v sledovaných rokoch extrémne premenlivá. Tempo rastu sa v tomto prípade nedá vôbec využiť. Rovnako podiely sú u tejto položky veľmi rozmanité. Preto sa pravdepodobne bude najlepšie držať poslednej hodnoty, a teda stanoviť podiel na úrovni 0,9%.

Na rozdiel od zmeny stavu zásob je aktivácia v spoločnosti veľmi stabilná. U tejto položky bol práve preto zvolený priemerný podiel, a teda sa očakáva podiel na tržbách vo výške 2,2%.

Do výnosových úrokov spoločnosť zahŕňa úroky zo swapov a ostatné. Vďaka výkyvom v sledovaných rokoch a žiadnych poznámkach o budúcich plánoch v tejto oblasti je predikovaná hodnota na úrovni posledného dostupného podielu, teda 0,5%. Tak isto bolo postupované aj v prípade ostatných finančných výnosov, ktoré sú ovplyvnené predovšetkým derivátovými transakciami.

Tabuľka 37 Výpočet tempa rastu a podielu výnosových položiek
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Výnosové položky	2019 v tis. CZK	2018* v tis. CZK	2017* v tis. CZK	2016 v tis. CZK	2019 v %	2018 v %	2017 v %	2016 v %	Priemerný podiel	Tempo rastu 2019/2018	Tempo rastu 2018/2017	Tempo rastu 2017/2016	Priemerné tempo rastu
Výnosy z predaja tovaru výrobkov a služieb	5 958 742	5 339 581	4 555 483	4 930 283						11,6%	17,2%	-7,6%	7,1%
Ostatné prevádzkové výnosy	101 515	49 466	18 210	53 101	1,7%	0,9%	0,4%	1,1%	1,0%	105,2%	171,6%	-65,7%	70,4%
Zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby	52 096	1 943	237 599	59 355	0,9%	0,0%	5,2%	1,2%	1,8%	2581,2%	-99,2%	300,3%	927,4%
Aktivácia	104 974	103 919	116 209	134 422	1,8%	1,9%	2,6%	2,7%	2,2%	1,0%	-10,6%	-13,5%	-7,7%
Výnosové úroky	27 882	13 231	44 438	4 326	0,5%	0,2%	1,0%	0,1%	0,4%	110,7%	-70,2%	927,2%	322,6%
Ostatné finančné výnosy	373 252	246 920	323 132	118 304	6,3%	4,6%	7,1%	2,4%	5,1%	51,2%	-23,6%	173,1%	66,9%
Celkom	6 618 461	5 755 060	5 295 071	5 299 791	11,1%	7,8%	16,2%	7,5%	10,6%				

V tejto časti budú postupne rozobrané a predikované nákladové položky. Pri položke spotreby surovín je z tabuľky č. 38 v sledovanom období okrem roku 2016 jasne vidieť rastúce hodnoty podielov. Je teda možné povedať, že spotreba surovín a materiálu rastie rýchlejšie, než tržby. Vďaka predpokladu rastu je predikovaný podiel v budúcom období na úrovni 49%.

Hodnoty podielov u služieb sú v posledných troch rokoch sledovaného obdobia klesajúce. Vzhľadom na rastúce tržby sa však absolútna hodnota pohybuje približne na rovnakej úrovni. Medzi položky, ktoré sa na hodnote v roku 2019 podieľajú najviac patrí reklama, inzercia a výstavy, poradenstvo, právne služby a expertízy. Vzhľadom na prebiehajúce rokovania v roku 2020 je formulovaný odhad, že tieto položky budú vysoké aj v ďalších rokoch. Keďže sa predpokladá, že rast tržieb bude vyšší, než rast služieb, podiel služieb na tržbách je odhadnutý na nižšej úrovni, než v roku 2019, skôr na úrovni 13%.

Osobné náklady v sledovanom období dosahujú podiely na tržbách od 18% do 21%, v posledných troch rokoch však majú klesajúcu tendenciu. Opäť tu sa predpokladá mierny nárast, respektíve rovnaké absolútne hodnoty, ktoré však nebudú stačiť na rast tržieb. Predikcia tak bude o niečo nižšia, než v roku 2019, a teda 17,5%.

Odpisy budú riešené samostatne v ďalšej časti, navyše tiež pre určenie KPVH pred zdanením a odpismi nie sú potrebné, preto bude táto položka vynechaná.

Tabuľka 38 Výpočet tempa rastu a podielu nákladových položiek
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

Nákladové položky	2019 v tis. CZK	2018* v tis. CZK	2017* v tis. CZK	2016 v tis. CZK	2019 v %	2018 v %	2017 v %	2016 v %	Priemerný podiel	Tempo rastu 2019/2018	Tempo rastu 2018/2017	Tempo rastu 2017/2016	Priemerné tempo rastu
Spotreba surovín a materiálu	-2 885 982	-2 490 602	-2 074 732	-2 321 984	48,4%	46,6%	45,5%	47,1%	46,9%	15,9%	20,0%	-10,6%	8,4%
Služby	-820 386	-814 033	-841 026	-693 097	13,8%	15,2%	18,5%	14,1%	15,4%	0,8%	-3,2%	21,3%	6,3%
Osobné náklady	-1 080 522	-1 045 645	-954 008	-947 866	18,1%	19,6%	20,9%	19,2%	19,5%	3,3%	9,6%	0,6%	4,5%
Odpisy	-370 601	-365 189	-349 644	-348 586	6,2%	6,8%	7,7%	7,1%	7,0%	1,5%	4,4%	0,3%	2,1%
Ostatné prevádzkové náklady	-116 126	-118 285	-146 092	-68 896	1,9%	2,2%	3,2%	1,4%	2,2%	-1,8%	-19,0%	112,0%	30,4%
Nákladové úroky	-85 842	-47 246	-30 896	-43 403	1,4%	0,9%	0,7%	0,9%	1,0%	81,7%	52,9%	-28,8%	35,3%
Ostatné finančné náklady	-346 569	-159 659	-263 073	-189 640	5,8%	3,0%	5,8%	3,8%	4,6%	117,1%	-39,3%	38,7%	38,8%
Daň z príjmu	-178 336	-145 837	-131 128	-54 028	3,0%	2,7%	2,9%	1,1%	2,4%	22,3%	11,2%	142,7%	58,7%
Celkom	-5 884 364	-5 186 496	-4 790 599	-4 667 500	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%				

Ostatné prevádzkové náklady v sledovanom období vykazujú klesajúcu tendenciu, preto budú v ďalšom období odhadované na úrovni 1,7%.

Pri položke nákladových úrokov je zrejмый rastúci trend. V ďalšom roku sa vzhľadom na vývoj spoločnosti a nutnosť zaplatiť za akvizíciu spoločnosti Colt dlhopismi predpokladá hodnota približne na úrovni 1,7%, viď tabuľka č. 39.

U ostatných finančných nákladov je vďaka nestabilite ponechaná hodnota z roku 2019, a teda 5,8%.

Tabuľka 39 Stanovenie hodnôt vybraných položiek v rokoch 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022	Podiel na tržbách	Tempo rastu			Priemerné tempo rastu
					2019/2020	2020/2021	2021/2022	
Výnosové úroky	34 284	64 797	73 063	0,50%	23%	89%	13%	42%
Nákladové úroky	-116 567	-220 311	-248 414	-1,70%	36%	89%	13%	46%
Ostatné finančné výnosy	431 982	816 446	920 592	6,30%	16%	89%	13%	39%
Ostatné finančné náklady	-397 698	-751 648	-847 529	-5,80%	15%	89%	13%	39%

Výsledky prognóz pri získavaní marže metódou zhora na ďalšie roky zhrňuje tabuľka č. 40. Ako je možné vidieť, výsledná zisková marža je rovnaká, ako pri metóde zdola.

Tabuľka 40 Výsledok výpočtu ziskovej marže počítaná metódou zdola
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022	Podiel na tržbách	Tempo rastu			Priemerné tempo rastu
					2019/2020	2020/2021	2021/2022	
Výnosy z predaja tovaru výrobkov a služieb (Tržby)	6 856 854	12 959 454	14 612 569	-	15%	89%	13%	39%
Ostatné prevádzkové výnosy	75 425	142 554	160 738	1%	-26%	89%	13%	25%
Zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby	61 712	116 635	131 513	0,90%	18%	89%	13%	40%
Aktivácia	150 851	285 108	321 477	2,20%	44%	89%	13%	48%
Spotreba surovín a materiálu	-3 359 859	-6 350 133	-7 160 159	-49,00%	16%	89%	13%	39%
Služby	-891 391	-1 684 729	-1 899 634	-13%	9%	89%	13%	37%
Osobné náklady	-1 199 949	-2 267 904	-2 557 200	-17,50%	11%	89%	13%	38%
Ostatné prevádzkové náklady	-116 567	-220 311	-248 414	-1,70%	0%	89%	13%	34%
KPVH pred odpismi	1 577 076	2 980 674	3 360 891	-	-	-	-	-
Zisková marža	23,0%							

19.3 Pracovní kapitál

Tretím generátorom hodnoty, ktorý bolo treba predikovať, bol pracovný kapitál. Pre tieto účely bol použitý prevádzkovo nutný pracovný kapitál, vypočítaný v časti venovanej prevádzkovo nutným a nenutným aktívam, vid' obrázok č. 41.

Tabuľka 41 Hodnoty prevádzkovo nutného pracovného kapitálu v sledovaných rokoch
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2019	2018	2017	2016
Zásoby	1 747 427	1 772 415	1 746 802	1 575 053
Pohľadávky	1 105 586	734 726	539 139	259 924
Prevádzkovo nutné peňažné prostriedky	448 687	451 064	250 225	291 136
Krátkodobé záväzky	801 430	838 799	687 843	632 545
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	2 500 270	2 119 406	1 848 323	1 493 568

Na to, aby sa dala vytvoriť predikcia pracovného kapitálu, bolo potrebné vytvoriť predikciu najskôr na všetky zložky, ktoré ho tvoria. Prvou zložkou boli zásoby. Pri pohľade na doby obrátov zásob a jednotlivých zložiek uvedené v tabuľke č. 42 je jasne vidieť, že majú klesajúci alebo konštantný trend, dokonca aj u položky hotových výrobkov, ktorej absolútna hodnota v sledovanom období rastie. Zníženie dôb obrátu je možné priradiť hlavne rastu tržieb, ktoré rastú rýchlejšie, než položky s rastúcou absolútnou hodnotou.

V budúcom období je predpokladané mierne zvýšenie absolútnych hodnôt materiálu a nedokončenej výroby, a to hlavne zo strategického dôvodu, kedy sa podniky pravdepodobne budú snažiť predzásobiť, ak by došlo k výpadku v dodávateľskom reťazci. Tržby spoločnosti by však mali rásť výraznejšie, takže sa očakáva skôr klesajúci trend doby obrátu materiálu aj doby obrátu nedokončenej výroby. Čo sa týka hotových výrobkov, vďaka zvýšenému záujmu o kúpu zbraní sa predpokladá skôr opačný trend než u materiálu a nedokončenej výroby, a teda klesajúca absolútna hodnota. Tá by mala spôsobiť výraznejší prepad doby obrátu hotových výrobkov. Doba obrátu tovaru a doba obrátu poskytnutých záloh sú v sledovaných rokoch konštantné, preto budú stanovené na podobnej úrovni, ako v predchádzajúcich rokoch.

Tabuľka 42 Hodnoty a doby obratu položiek zásob v rokoch 2017 – 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie)

	v tis. Kč	2019	2018	2017	Trend
Absolútne hodnoty	Tržby	5 958 742	5 339 581	4 555 483	rastúci
	Zásoby celkom	1 747 427	1 772 415	1 746 802	konštantný
	Materiál	321 616	401 624	403 676	klesajúci
	Nedokončená výroba a polotovary	292 604	356 190	364 587	klesajúci
	Hotové výrobky	943 122	859 449	840 743	rastúci
	Tovar	187 618	141 863	132 043	rastúci
	Poskytnuté zálohy na zásoby	2 467	13 289	5 753	klesajúci
Doby obratu	Doba obratu zásob v dňoch	107	121	140	klesajúci
	Doba obratu materiálu v dňoch	20	27	32	klesajúci
	Doba obratu nedokončenej výroby	18	24	29	klesajúci
	Doba obratu hotových výrobkov	58	59	67	klesajúci
	Doba obratu tovaru	11	10	11	konštantný
	Doba obratu poskytnutých záloh na zásoby	0	1	0	konštantný

Na základe predpokladov boli odhadnuté doby obratu. Po spojení s predikovanými tržbami bolo následne možné dopočítať absolútne hodnoty zložiek zásob a teda aj celkovú hodnotu zásob, vid' tabuľka č. 43.

Tabuľka 43 Predikcia hodnôt položiek zásob na roky 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

	v tis. Kč	2020	2021	2022
Doby obratu	Doba obratu zásob v dňoch	95	99	101
	Doba obratu materiálu v dňoch	18	19	19
	Doba obratu nedokončenej výroby	17	18	18
	Doba obratu hotových výrobkov	48	50	52
	Doba obratu tovaru	11	11	11
	Doba obratu poskytnutých záloh na zásoby	1	1	1
Absolútne hodnoty	Predikované Tržby	6 856 854	12 959 454	14 612 569
	Zásoby celkom	1 784 661	3 515 030	4 043 478
	Materiál	338 146	674 602	760 654
	Nedokončená výroba a polotovary	319 360	639 096	720 620
	Hotové výrobky	901 723	1 775 268	2 081 791
	Tovar	206 645	390 559	440 379
	Poskytnuté zálohy na zásoby	18 786	35 505	40 034

Ďalšia súčasť čistého pracovného kapitálu, ktorú bolo potrebné predikovať, tvorili pohľadávky. Celková hodnota pohľadávok je zobrazená v tabuľke č. 44 a je tvorená dlhodobými pohľadávkami, pohľadávkami z obchodných vzťahov, splatnými daňovými pohľadávkami a ostatnými pohľadávkami.

Tabuľka 44 Hodnoty a doby obratu pohľadávok za roky 2017 – 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	v tis. Kč	2019	2018	2017	Trend
Absolútne hodnoty	Tržby	5 958 742	5 339 581	4 555 483	rastúci
	Pohľadávky celkom	1 105 586	734 726	539 139	rastúci
	Dlhodobé pohľadávky	45 322	48 348	52 856	klesajúci/konštantný
	Pohľadávky z obchodného styku	915 799	579 422	382 712	rastúci
	Splatné daňové pohľadávky	7 385	5 234	17 228	klesajúci/konštantný
	Ostatné pohľadávky	137 080	101 722	86 343	rastúci
Doby obratu	Doba obratu pohľadávok celkom	68	50	43	rastúci
	Doba obratu dlhodobých pohľadávok	3	3	3	konštantný
	Doba obratu pohľadávok z obchodného styku	56	35	23	rastúci
	Doba obratu splatných daňových pohľadávok	0	0	1	konštantný
	Doba obratu ostatných pohľadávok	8	6	5	rastúci

Doba obratu celkových pohľadávok má rastúcu tendenciu, a to hlavne kvôli výrazne rastúcej dobe obratu pohľadávok z obchodného styku. Tento jav je spôsobený predovšetkým kvôli vysokým pohľadávkami voči spoločnosti HM Arzenal v celkovej hodnote 627 291 Kč. Časť tejto hodnoty stihla spoločnosť splatiť už začiatkom roku 2020 a zvyšok mala splatiť do konca apríla 2020. Keďže išlo o výnimočnú situáciu, ktorá sa v predchádzajúcich rokoch v spoločnosti nevyskytovala, v budúcnosti sa predpokladajú skôr nižšie doby obratu pohľadávok z obchodného styku. Doby obratov konštantných položiek boli ponechané na rovnakej úrovni. Pri dobe obratu ostatných pohľadávok boli doby obratu zvolené taktiež v rovnakej úrovni, ako v poslednom roku. Výsledok predikcií je zobrazený v tabuľke č. 45.

Tabuľka 45 Výsledok predikcií pohľadávok na roky 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

	v tis. Kč	2020	2021	2022
Doby obratu	Doba obratu pohľadávok celkom	52	54	56
	Doba obratu dlhodobých pohľadávok	3	3	3
	Doba obratu pohľadávok z obchodného styku	40	42	44
	Doba obratu splatných daňových pohľadávok	1	1	1
	Doba obratu ostatných pohľadávok	8	8	8
Absolútne hodnoty	Predikované Tržby	6 856 854	12 959 454	14 612 569
	Pohľadávky celkom	976 867	1 917 289	2 241 928
	Dlhodobé pohľadávky	56 358	106 516	120 103
	Pohľadávky z obchodného styku	751 436	1 491 225	1 761 515
	Splatné daňové pohľadávky	18 786	35 505	40 034
	Ostatné pohľadávky	150 287	284 043	320 275

Výraznou zložkou čistého pracovného kapitálu sú aj krátkodobé záväzky, ktoré sú očistené o záväzky spojené s ukončovanými činnosťami. Tabuľka č. 46 zobrazuje hodnoty a doby obratu všetkých zložiek krátkodobých záväzkov spoločnosti za sledované roky. V roku 2019 bola hodnota krátkodobých záväzkov celkom veľmi podobná hodnote, v roku

2018. Po odčítaní ukončovaných činností je však viditeľné, že sa hodnota značne znížila.

Tabuľka 46 Hodnoty a doby obratu krátkodobých záväzkov za roky 2017 – 2019

(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	v tis. Kč	2019	2018	2017	Trend
	Tržby	5 958 742	5 339 581	4 555 483	rastúci
Absolútne hodnoty	Krátkodobé záväzky celkom	1 495 622	1 503 547	834 082	rastúci/konštantný
	Krátkodobé záväzky prevádzkovo nutné	1 177 640	1 441 251	834 082	rastúci/klesajúci
	Záväzky z obchodného styku	284 906	323 711	312 637	klesajúci
	Krátkodobé bankovné úvery a kontokorenty	36 958	32 253	29 968	rastúci
	Záväzky z leasingu	6 173	2 910	2 844	rastúci
	Rezervy	45 837	37 061	36 104	rastúci
	Splatné daňové záväzky	70 127	43 911	84 254	klesajúci/rastúci
	Ostatné záväzky	394 387	431 206	252 004	rastúci/klesajúci
	Finančné deriváty	339 252	570 199	116 271	rastúci/klesajúci
	Záväzky súvisiace s aktívami držanými k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	317 982	62 296	0	rastúci
Doby obratu	Doba obratu krátkodobých záväzkov celkom	92	103	67	rastúci/klesajúci
	Doba obratu krátkodobých záväzkov prevádzkovo nutných	72	99	67	rastúci/klesajúci
	Doba obratu záväzkov z obchodného styku	17	22	25	klesajúci
	Doba obratu krátkodobých bankovných úverov a kontokorentov	2	2	2	konštantný
	Doba obratu záväzkov z leasingu	0	0	0	konštantný
	Doba obratu rezerv	3	3	3	konštantný
	Doba obratu splatných daňových záväzkov	4	3	7	klesajúci
	Doba obratu ostatných záväzkov	24	29	20	rastúci/klesajúci
	Doba obratu finančných derivátov	21	39	9	rastúci/klesajúci
	Doba obratu záväzkov súvisiacich s aktívami držanými k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	19	4	0	rastúci

V rámci prognózy sú konštantné položky ponechané na rovnakých dobách obratu. Pri dobe obratu záväzkov z leasingu bola stanovená doba obratu na úrovni 1. Predpokladá sa totiž, že môžu vzniknúť o niečo vyššie záväzky, pretože spoločnosť bude časť majetku prenajímať odštepovanej spoločnosti. Záväzky súvisiace s aktívami držanými k predaju a k rozdeleniu vlastníkom sa neočakávajú, preto je hodnota tejto položky nulová. Bohužiaľ, nie je možné presne určiť, do ktorých položiek bola rozprestretá doba obratu tejto položky v roku 2019, no predpokladá sa, že išlo minimálne o položky záväzkov z obchodného styku a ostatných záväzkov. Z tohto dôvodu boli u týchto položiek stanovené vyššie doby obratu, než vidíme v roku 2019. Navýšená bola aj doba obratu finančných derivátov, z dôvodu, že počas pandémie dochádza k nestabilite kurzu, prípadne spoločnosť mohla mať tendenciu nakúpiť derivátov viac. Výsledok prognóz krátkodobých záväzkov sa nachádza v tabuľke č. 47.

Tabuľka 47 Výsledok predikcií krátkodobých záväzkov na roky 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

	v tis. Kč	2020	2021	2022
Doby obratu	Doba obratu krátkodobých záväzkov celkom	83	82	86
	Doba obratu záväzkov z obchodného styku	21	21	21
	Doba obratu krátkodobých bankovních úverov a kontokorentov	2	2	2
	Doba obratu záväzkov z leasingu	1	1	1
	Doba obratu rezerv	3	3	3
	Doba obratu splatných daňových záväzkov	4	3	7
	Doba obratu ostatných záväzkov	27	27	27
	Doba obratu finančných derivátov	25	25	25
	Doba obratu záväzkov súvisiacich s aktívami držanými k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	0	0	0
	Absolútne hodnoty	Predikované Tržby	6 856 854	12 959 454
Krátkodobé záväzky celkom		1 564 783	2 911 497	3 432 981
Záväzky z obchodného styku		394 504	745 612	840 723
Krátkodobé bankovné úvery a kontokorenty		37 572	71 011	80 069
Záväzky z leasingu		18 786	35 505	40 034
Rezervy		56 358	106 516	120 103
Splatné daňové záväzky		80 697	106 574	270 261
Ostatné záväzky		507 219	958 645	1 080 930
Finančné deriváty		469 648	887 634	1 000 861
Záväzky súvisiace s aktívami držanými k predaju a k rozdeleniu vlastníkom		0	0	0

Ďalšou zložkou, ktorú bolo treba určiť, bola hodnota prevádzkovo nutných finančných prostriedkov. Vďaka výpočtu krátkodobých záväzkov a stanovenej hranici okamžitej likvidity na úrovni 0,3 je možné túto hodnotu určiť. Prevádzkovo nutné finančné prostriedky boli počítané z krátkodobých neúročených záväzkov.

Posledné dve zložky, ktoré tvoria obežné aktíva a bolo treba ich predikovať, boli finančné deriváty a aktíva držané k predaju a k rozdeleniu vlastníkom, vid' tabuľka č. 48.

Tabuľka 48 Hodnoty a doby obratu finančných derivátov a aktív držaných k predaju za roky 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	v tis. Kč	2019	2018	2017	Trend
Absolútne hodnoty	Tržby	5 958 742	5 339 581	4 555 483	rastúci
	Finančné deriváty	236 486	258 450	425 187	klesajúci/konštantný
	Aktíva držané k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	525 273	62 296	0	rastúci
Doby obratu	Doba obratu finančných derivátov	14	18	34	klesajúci
	Doba obratu aktív držaných k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	32	4	0	rastúci

Keďže v ďalších rokoch sa neočakáva odštiepenie ďalších častí podniku, boli aktíva držané k predaju a k rozdeleniu vlastníkom predikované v nulovej hodnote. U finančných derivátov je vidno klesajúci trend doby obratu. V ďalších rokoch sa očakávajú hodnoty na úrovni doby obratu 16 dní, ako vidieť v tabuľke č. 49.

Tabuľka 49 Výsledok predikcií finančných derivátov a aktív držaných k predaju na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie)

	v tis. Kč	2020	2021	2022
Doby obratu	Doba obratu finančných derivátov	16	16	16
	Doba obratu aktív držaných k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	0	0	0
Absolútne hodnoty	Finančné deriváty	300 574	568 086	640 551
	Aktíva držané k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	0	0	0

Výsledná hodnota predikovaného prevádzkovo nutného pracovného kapitálu je zobrazená v tabuľke č 50.

Tabuľka 50 Výsledná hodnota prevádzkovo nutného pracovného kapitálu (Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
Zásoby	1 784 661	3 515 030	4 043 478
Pohľadávky	976 867	1 917 289	2 241 928
Prevádzkovo nutné peňažné prostriedky	469 435	884 101	1 041 905
Krátkodobé záväzky	1 057 564	1 988 358	2 392 086
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	2 173 399	4 328 062	4 935 225

19.4 Dlhodobý majetok, investície a odpisy

Posledné generátory hodnoty, ktoré boli rozoberané boli dlhodobý majetok, investície a s nimi súvisiace odpisy. Ako už bolo spomínané v strategickej analýze, spoločnosť CZG mala v pláne vystavať výrobnú halu v Little Rock v Arkansase, pričom výroba v nej mala byť spustená koncom roku 2021, s cieľom mať možnosť zúčastniť sa tendrov pre dodávku zbraní armáde na americkom trhu. Plány sa však zo začiatku kvôli pandemií posunuli a výstavba mala začať v júni, čo by posunulo aj otvorenie továrne. Počas písania práce však spoločnosť uzavrela dohodu o akvizícii spoločnosti Colt, pričom je potrebné túto spoločnosť do skupiny integrovať, čo znamená ďalšie odsunutie výstavby na tri až päť rokov. Zároveň ale spoločnosť bude mať možnosť sa po začlenení zúčastniť tendrov a to nie len v USA, ale aj Kanade.

Spoločnosť vykazuje vysoké hodnoty ako dlhodobého hmotného, tak aj dlhodobého nehmotného majetku. Bohužiaľ, vo výkazoch spoločnosti nie sú poskytnuté presné informácie o investíciách, len hodnoty prírastkov, takže je možné sa len domnievať, čo sa za hodnotami skrýva. Všetky položky boli posudzované na základe investičnej náročnosti, zistenej z netto investícií vydelených tržbami.

19.4.1 Dlhodobý nehmotný majetok

Najskôr bol prognózovaný dlhodobý nehmotný majetok. V tabuľke č. 51 sú uvedené všetky jeho zložky spolu s účtovnými hodnotami, odpismi a prírastkami v daných rokoch. Dôležitá informácia, ktorú treba spomenúť, je, že v hodnote odpisov sú zahrnuté aj odpisy z ukončovaných činností. Vďaka pomerne nízkej hodnote u dlhodobých nehmotných aktív nebudú rozpočítavané na položky a budú zobrazené iba v celku. U dlhodobých hmotných aktív bude znížená hodnota odpisov prepočítaná podľa percentuálneho zloženia odpisov na jednotlivých položkách.

Tabuľka 51 Hodnota, odpisy a prírastky dlhodobých nehmotných aktív v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019			2018			2017		
	Hodnota	Odpisy	Prírastky	Hodnota	Odpisy	Prírastky	Hodnota	Odpisy	Prírastky
Obchodné značky a logá	233 000	0	0	233 000	0	0	233 000	0	0
Nehmotné výsledky výskumu a vývoja	87 325	25 058	23 980	87 181	18 093	24 381	81 816	17 902	10 646
Software	51 032	11 422	10 604	52 790	12 474	5 865	59 528	10 816	8 088
Licence, patenty a ostatné oceneniteľné práva	30 901	5 112	778	35 203	4 972	527	39 648	4 843	752
Zmluvné zákaznicke vzťahy	367 509	86 472	0	453 981	86 473	0	540 454	86 473	0
Ostatný dlhodobý nehmotný majetok	36 179	4 364	2 463	39 159	3 729	672	42 889	4 267	662
Nedokončený dlhodobý nehmotný majetok	27 876	1 409	26 282	21 139	563	22 844	12 111	345	15 634
Poskytnuté zálohy na nedokončený DNM	420	0	1 355	0	12	15	0	0	2 947
Celkom	834 242	133 837	65 462	922 453	126 316	54 304	1 009 446	124 646	38 729
Odpisy bez ukončovaných činností		133 364			125 735			124 223	

Ako je vidno z tabuľky č 51, položka obchodné značky a logá sa v priebehu rokov nemení a neodpisuje, takže bude v roku 2020 ponechaná v rovnakej výške. U spoločnosti Colt nie je známe, akú hodnotu tvoria obchodné značky a logá, ale keďže ide o kultovú značku, odhaduje sa, že bude minimálne vo výške ako v spoločnosti CZG, skôr vyššie, v hodnote okolo 250 000 000 Kč.

Tabuľka 52 Vyčíslenie investičnej náročnosti dlhodobých nehmotných aktív v rokoch 2017 až 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019			2018			2017			Priemerná investičná náročnosť
	Tržby	Invesícia netto	Investičná náročnosť	Tržby	Invesícia netto	Investičná náročnosť	Tržby	Invesícia netto	Investičná náročnosť	
Obchodné značky a logá		0	0,00%		0	0,00%		0	0,00%	0,00%
Nehmotné výsledky výskumu a vývoja		-1 078	-0,02%		6 288	0,12%		-7 256	-0,16%	-0,02%
Software		-818	-0,01%		-6 609	-0,12%		-2 728	-0,06%	-0,07%
Licence, patenty a ostatné oceneniteľné práva		-4 334	-0,07%		-4 445	-0,08%		-4 091	-0,09%	-0,08%
Zmluvné zákaznicke vzťahy	5 958 742	-86 472	-1,45%	5 339 581	-86 473	-1,62%	4 555 483	-86 473	-1,90%	-1,66%
Ostatný dlhodobý nehmotný majetok		-1 901	-0,03%		-3 057	-0,06%		-3 605	-0,08%	-0,06%
Nedokončený dlhodobý nehmotný majetok		24 873	0,42%		22 281	0,42%		15 289	0,34%	0,39%
Poskytnuté zálohy na nedokončený DNM		1 355	0,02%		3	0,00%		2 947	0,06%	0,03%
Celkom		-68 375	-1,15%		-72 012	-1,35%		-85 917	-1,89%	-1,46%
Odpisy bez ukončovaných činností		-67 902	-1,14%		-71 431	-1,34%		-85 494	-1,88%	-1,45%

Keďže sa podnik kvôli udržaniu konkurencieschopnosti výrazne sústreďuje na výskum a vývoj, v sledovaných rokoch je u položky nehmotných výsledkov výskumu a vývoja vidieť vysoké prírastky. Z tabuľky č. 52 je však zrejmé, že netto investície sú kladné iba v roku 2018 a investičná náročnosť sa v tomto roku pohybuje na úrovni 0,12%. Priemerná investičná

náročnosť je však za tri sledované roky záporná, v hodnote -0,02%, keďže táto kladná hodnota nedokázala prebiť záporné hodnoty z ostatných dvoch rokov. V rokoch 2020 a 2022 je investičná náročnosť ponechaná na úrovni priemernej investičnej náročnosti. V roku 2021 bude investičná náročnosť určite kladná, z dôvodu akvizície spoločnosti Colt. Pri predpoklade, že spoločnosť Colt má podobnú skladbu dlhodobých nehmotných aktív, len v nižších hodnotách, je investičná náročnosť stanovená na úrovni roku 2021, teda 0,43%. Rovnako aj u softwaru sa spoločnosť čiastočne snaží obnovovať jeho hodnotu, nestíha ho však obnovovať vo väčšej hodnote, než ho odpisovať, preto je investičná náročnosť vo všetkých rokoch záporná a priemerne dosahuje -0,07%. Taktiež tu je v rokoch 2020 a 2022 využitá priemerná investičná náročnosť. V roku 2021 sa odhaduje investičná náročnosť na úrovni 0,25%.

U licencií a patentov sú viditeľné len veľmi nízke prírastky, čo vyústilo do priemernej investičnej náročnosti -0,08%. Predpokladá sa, že väčšinou v tejto položke pôjde o patenty na rôzne nové typy zbraní. Vďaka vyrovnaným percentám investičnej náročnosti v troch posledných rokoch je opäť zvolená možnosť počítať v rokoch 2020 a 2022 s priemernou hodnotou. V roku 2021 sa predpokladá náročnosť 0,15%.

Pri položke zmluvných zákazníckych vzťahov a licencií je síce vyčíslená priemerná investičná náročnosť, ale ako je vidieť z tabuľky č. 52, hodnota odpisov je každý rok rovnaká, preto sú odpisy ponechané na rovnakej hodnote aj v roku 2020. V roku 2021 prebehne akvizícia, ktorá bude mať dopad na túto položku, preto nemôže byť použitá rovnaká hodnota. Predpokladá sa výrazný nárast v percente investičnej náročnosti až na úroveň 1,81%. V roku 2022 bude použitá hodnota -1,26%, ktorá predstavuje investičnú náročnosť z roku 2020.

Položka ostatného dlhodobého nehmotného majetku je na tom veľmi podobne ako položka licencií, patentov a ostatných ocenených práv a dosahuje len malé prírastky, preto sa jej priemerná investičná náročnosť pohybuje na úrovni -0,06%. Tento príemer sa použije opäť v rokoch 2020 a 2022. V roku 2021 sa očakáva kladná hodnota vo výške 0,18%.

V položke nedokončeného dlhodobého nehmotného majetku je pravdepodobne možné nájsť nedokončené výsledky výskumu a vývoja, keďže vykázat nehmotné výsledky výskumu a vývoja sa dá len vtedy, keď splní celú radu skutočností, ktoré je možné nájsť v prílohe účtovnej závierky spoločnosti. Vďaka tomu, že sa tieto položky časom zmenia na inú položku nehmotných aktív sú odpisy celkom nízke, preto je priemerná investičná náročnosť

tejto položky 0,39%. Rovnako je to aj v prípade záloh, kde priemerná investičná náročnosť predstavuje 0,03%. U oboch týchto položiek budú vzhľadom na kladné priemerné hodnoty vo všetkých rokoch použité priemerné investičné náročnosti.

Celková priemerná investičná náročnosť dlhodobých nehmotných aktív dosahuje -1,46%. Po zohľadnení ukončovaných činností a znížení odpisov sa priemerná investičná náročnosť zvýši o 0,01 percentuálneho bodu na úroveň -1,45%.

Predikovaná investičná náročnosť v roku 2020 predstavuje -1,07%. V roku 2021 táto hodnota vďaka akvizícií spoločnosti Colt značne stúpne. Po tomto roku sa opäť očakáva ustálenie na úrovni z roku 2020. Všetky predikované hodnoty sú zobrazené v tabuľke č. 53.

Tabuľka 53 Predikovaná hodnota položiek dlhodobých nehmotných aktív v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	Investičná náročnosť			Hodnota investícií netto			Účtovná hodnota		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Tržby				6 856 854	12 959 454	14 612 569			
Obchodné značky a logá	0,00%	1,93%	0,00%	0	250 000	0	233 000	483 000	483 000
Nehmotné výsledky výskumu a vývoja	-0,02%	0,43%	-0,02%	-1 371	55 762	-2 923	85 954	141 716	138 793
Software	-0,07%	0,25%	-0,07%	-4 800	32 587	-10 229	46 232	78 819	68 590
Licence, patenty a ostatné oceneniteľné práva	-0,08%	0,15%	-0,08%	-5 485	19 732	-11 690	25 416	45 148	33 457
Zmluvné zákaznícke vzťahy	-1,26%	1,81%	-1,26%	-86 473	234 675	-184 282	281 036	515 711	331 429
Ostatný dlhodobý nehmotný majetok	-0,06%	0,18%	-0,06%	-3 846	23 102	-8 197	32 333	55 435	47 238
Nedokončený dlhodobý nehmotný majetok	0,39%	0,39%	0,39%	26 749	17 800	57 004	54 625	72 425	129 430
Poskytnuté zálohy na nedokončený DNM	0,03%	0,03%	0,03%	2 000	268	4 261	2 420	2 688	6 949
Celkom	-1,07%	5,17%	-1,07%	-73 227	633 927	-156 054	761 015	1 394 941	1 238 887

19.4.2 Dlhodobý hmotný majetok

U dlhodobých nehmotných aktív je z dôvodu vysokej hodnoty odpisov spojených s ukončovanými činnosťami potrebné uskutočniť úpravu odpisov. Keďže je známa iba konečná hodnota odpisov prislúchajúca ukončovaným činnostiam, bola zvolená možnosť rozpočítať túto hodnotu podľa percent z celkových odpisov v rámci ukončovaných činností prislúchajúcich odpisom jednotlivých položiek. Následne bola dopočítaná priemerná investičná náročnosť z upravených odpisov, ktorá je zobrazená v tabuľke č. 54.

Tabuľka 54 Hodnota, odpisy a prírastky dlhodobých hmotných aktív v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019				2018				2017			
	Hodnota	Odpisy	Upravené odpisy	Prírastky	Hodnota	Odpisy	Upravené odpisy	Prírastky	Hodnota	Odpisy	Upravené odpisy	Prírastky
Pozemky	120 373	0	0	54 154	66 219	0	0	3	66 221	0	0	694
Stavby	568 475	28 747	24 438	7 425	566 869	28 081	23 983	76 445	549 150	24 829	21 121	40 683
Stroje, prístroje a zariadenia	1 146 009	241 041	204 911	182 662	1 425 351	248 823	212 508	445 511	1 257 544	233 564	198 679	242 568
Iný dlhodobý hmotný majetok	38 219	142	121	33 075	5 321	185	158	124	5 464	206	175	48
Nedokončený DHM	66 823	7 638	6 493	178 438	36 628	2 072	1 770	358 103	51 686	2 324	1 977	213 801
Poskytnuté zálohy na DHM	54 849	1 499	1 274	155 433	8 088	1 213	1 036	116 237	49 980	4 080	3 471	119 429
Celkom	1 994 748	279 067	237 237	611 187	2 108 476	280 374	239 454	996 423	1 980 045	265 003	225 422	617 223
Odpisy bez ukončovaných činností		237 237				239 454				225 422		

Keďže pozemky nepodliehajú odpisovaniu, priemerná investičná náročnosť je u nich vo všetkých rokoch kladná, čo zobrazuje tabuľka č. 55. Najväčšiu investíciu spoločnosť zaznamenala v roku 2019. Táto investícia pravdepodobne môže súvisieť s už spomínanou halou v Little Rock, keďže hodnota pozemkov sa vďaka tejto investícií takmer zdvojnásobila. Investičná náročnosť tejto položky sa priemerne pohybuje na úrovni 0,31%. V budúcnosti sa však rozhodne neočakáva tak veľká investícia, takže pravdepodobne bude potrebné hodnotu upraviť. Predpokladá sa, že spoločnosť nebude okrem akvizície nakupovať pozemky, preto bude investičná náročnosť pre roky 2020 a 2022 stanovená na nulovej úrovni. Pre rok 2021 je prognózovaná investičná náročnosť kvôli akvizícií až na úrovni 0,8%.

Tabuľka 55 Výpočet investičnej náročnosti položiek dlhodobých hmotných aktív v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019			2018			2017			Priemerná investičná náročnosť
	Tržby	Invesícia netto	Investičná náročnosť	Tržby	Invesícia netto	Investičná náročnosť	Tržby	Invesícia netto	Investičná náročnosť	
Pozemky		54 154	0,91%		3	0,00%		694	0,02%	0,31%
Stavby		-17 013	-0,29%		52 462	0,98%		19 562	0,43%	0,38%
Stroje, prístroje a zariadenia		-22 249	-0,37%		233 003	4,36%		43 889	0,96%	1,65%
Iný dlhodobý hmotný majetok	5 958 742	32 954	0,55%	5 339 581	-34	0,00%	4 555 483	-127	0,00%	0,18%
Nedokončený DHM		171 945	2,89%		356 333	6,67%		211 824	4,65%	4,74%
Poskytnuté zálohy na DHM		154 159	2,59%		115 201	2,16%		115 958	2,55%	2,43%
Celkom		373 950	6,28%		756 969	14,18%		391 801	8,60%	9,68%

Zatiaľ čo u stavieb boli v rokoch 2017 a 2018 pozorované vysoké nárasty, v roku 2019 boli prírastky nižšie než odpisy a investičná náročnosť v tomto roku klesla až do mínusových hodnôt. Vzhľadom na vysoké hodnoty položky nedokončeného DHM existuje predpoklad, že spoločnosť investovala časť peňazí do výstavby nových stavieb, pravdepodobne ďalších výrobných hál, no nárast mohol nastať aj začlenením nových spoločností. Priemerná investičná náročnosť je 0,38%. V ďalších rokoch sa plánuje výstavba v Little Rock, ktorá má však začať až v horizonte 3 – 5 rokov. Dovtedy by spoločnosti mali slúžiť nové výrobné haly získané akvizíciou spoločnosti Colt. Investičná náročnosť sa preto v roku 2021 očakáva vyššia. Za predpokladu, že by mala spoločnosť Colt vzhľadom na podobnú hodnotu výnosov aj približne rovnakú hodnotu stavieb a rovnakú výšku odpisov, je možné sa dostať k odhadovanej hodnote približne na úrovni 4%. Tento predpoklad však nie je možné potvrdiť, keďže nie sú dostupné výkazy spoločnosti Colt. Preto bude táto hodnota v rámci opatrnosti znížená na 3,5%. V roku 2020 je zvolená skôr hodnota na úrovni roku 2019, keďže sa nepredpokladá začlenenie ďalšej spoločnosti ani výraznejšie investície. V roku 2022 sa predpokladá záporná hodnota na úrovni roku 2019.

Položka strojov, prístrojov a zariadení vykazuje podobný trend, ako stavby. V roku 2018 však došlo k výraznej investícií, ktorá viedla k investičnej náročnosti v danom roku vo výške 4,36%. Bohužiaľ, bližší popis toho, čo je za týmto nárastom, opäť neexistuje. Predpoklad je podobný ako u stavieb, a to že spoločnosť investuje do nových výrobných hál, tým pádom aj do ich nového zariadenia, že prírastky sú spôsobené vďaka akvizíciám, respektíve že spoločnosť zavádza nové, výkonnejšie stroje a zariadenia. U tohto majetku sa predpokladá v rokoch 2020 a 2022 investičná náročnosť vďaka vplyvom pandémie nižšia, než je priemer. Očakáva sa ale, že spoločnosť sa bude stále snažiť zvyšovať svoju konkurencieschopnosť zlepšovaním výroby, preto je v roku 2020 možné investičnú činnosť stanoviť na úrovni 1%. V roku 2021 je predpokladaný nárast vďaka akvizícií Coltu, kedy by sa investičná náročnosť mohla vyšplhať až na 5%. V roku 2022 je predpokladané zníženie skôr na zápornú úroveň, keďže spoločnosť už pravdepodobne nebude chcieť extrémne investovať. Z hľadiska opatrnosti je zvolená úroveň -0,2%.

Iný dlhodobý hmotný majetok vykazoval v rokoch 2017 a 2018 veľmi nízke záporné investície. V roku 2019 však nastal nárast netto investícií, ktorý spôsobil zvýšenie priemernej investičnej náročnosti až na úroveň 0,18%. V rokoch 2020 a 2022 sa opäť očakávajú hodnoty podobné rokom 2018 a 2017, takže je zvolená hodnota -0,002%, aby boli zohľadnené aspoň nejaké odpisy. V roku 2021 je opäť vzhľadom na akvizíciu predpoklad dosiahnuť kladnú hodnotu, približne na úrovni 0,2%.

Ako už bolo spomínané u stavieb a strojov, predpokladá sa, že nedokončený majetok súvisí práve s nimi. Priemerná investičná náročnosť sa u tejto položky vyšplhala až na 4,74%. Keďže sa očakáva, že vďaka veľkým finančným nárokom, ktoré bude mať akvizícia spoločnosti Colt, nebude chcieť CZG v nasledujúcich rokoch po nej výrazne viac investovať, je možné sa v roku 2022 prikláňať skôr k nižšej investičnej náročnosti na úrovni 1%. V roku 2020 je zvolená nižšiu než priemernú investičná náročnosť z minulých rokov, keďže sa očakáva, že popri pandemií spoločnosť nebude toľko investovať. Predpokladá sa skôr úroveň 2,25%. V roku 2021 bude zvolená o niečo nižšiu investičnú náročnosť, približne na úrovni 1,5%.

S nedokončeným DHM blízko súvisia aj poskytnuté zálohy na dlhodobý hmotný majetok, ktorých priemerná investičná náročnosť je 2,43%. Aj u tejto položky sa predpokladá nižšiu investičná náročnosť v roku 2020, skôr na úrovni 1,3%. V roku 2021 a 2022 sa postupovalo rovnako, ako u nedokončeného dlhodobého hmotného majetku, a teda investičná náročnosť v roku 2022 bola stanovená na úrovni 0,5% a v roku 2021 na úrovni 0,75%.

Celková priemerná investičná náročnosť dlhodobého hmotného majetku sa vyšplhala na úroveň 9,68%. V roku 2020 bola po úpravách vypočítaná úroveň 3,76%. Vďaka akvizíciám v roku 2021 sa predpokladá vyššiu, než priemernú hodnotu, a to na úrovni 11,75%. V roku 2022, sa naopak, čakajú nižšie hodnoty, keďže sa predpokladá, že spoločnosť vďaka veľkej finančnej náročnosti akvizície nebude chcieť toľko investovať. Predikcie investičnej náročnosti a prepočty sú zobrazené v tabuľke č. 56.

Tabuľka 56 Predikcia hodnoty dlhodobých hmotných aktív v rokoch 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	Investičná náročnosť			Hodnota investícií netto			Účtovná hodnota		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Predikované tržby	-	-	-	6 856 854	12 959 454	14 612 569			
Pozemky	0,00%	0,80%	0,00%	0	103 676	0	120 373	224 049	224 049
Stavby	-0,29%	3,5%	-0,29%	-19 885	453 581	-42 376	548 590	1 002 171	959 795
Stroje, prístroje a zariadenia	0,50%	5,0%	-0,20%	34 284	647 973	-29 225	1 180 293	1 828 266	1 799 041
Iný dlhodobý hmotný majetok	-0,002%	0,20%	-0,002%	-137	25 919	-292	38 082	64 001	63 709
Nedokončený DHM	2,25%	1,50%	1,00%	154 279	194 392	146 126	221 102	415 494	561 620
Poskytnuté zálohy na DHM	1,30%	0,75%	0,50%	89 139	97 196	73 063	143 988	241 184	314 247
Celkom	3,76%	11,75%	1,01%	257 681	1 522 736	147 295	2 252 429	3 775 164	3 922 459

19.4.3 Odpisy

Pre výpočet budúcich odpisov bolo potrebné zistiť podiel odpisov na odpisovanom majetku. Hodnoty odpisovaného majetku boli získané očistením dlhodobého hmotného majetku o pozemky a dlhodobý nehmotný majetok bolo nutné očistiť o obchodné značky a logá, ktoré nepodliehajú odpisovaniu. Priemerný podiel odpisov je v sledovanom období 13,78%, vid' tabuľka č. 57.

Tabuľka 57 Priemerný podiel odpisov v rokoch 2017 – 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

v tis. Kč	2019	2018	2017
Hodnota dlhodobého odpisovaného majetku	2 475 617	2 731 710	2 690 270
Odpisy	370 601	365 189	349 645
Podiel odpisov	14,97%	13,37%	13,00%
Priemerný podiel odpisov	13,78%		

Keďže stále dochádza k investíciám predovšetkým do strojov a zariadení, predpokladá sa podiel odpisov skôr na úrovni roku 2019, vid' tabuľka č. 58. Bohužiaľ ale opäť vôbec nie je možné povedať, aký podiel odpisov má spoločnosť Colt, takže nie je možné s určitosťou povedať, či po roku tento podiel nebude príliš nízky alebo vysoký.

Tabuľka 58 Predikcia odpisov na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
Hodnota dlhodobého odpisovaného majetku	2 660 070	4 463 057	4 454 297
Podiel odpisov	14,97%	14,97%	14,97%
Odpisy	398 214	668 122	666 810

20 FINANČNÝ PLÁN

Vďaka finančnej a strategickej analýze, ktorá bola doplnená o predikcie generátorov hodnôt, bolo možné zostaviť finančný plán, ktorý pozostáva z troch výkazov, a to výkaze o finančnej situácii, výkazu ziskov a strát a výkazu cash flow alebo peňažných tokov. Tento plán vďaka predpokladanému vývoju položiek výkazov dáva možnosť uskutočniť potrebné výpočty a podnik oceniť. Kvôli veľkosti boli všetky plánované výkazy vložené do časti príloh P XI – P XIV.

20.1 Plánovaný výkaz zisku a strát

Ako prvý bol zostavený plánovaný výkaz zisku a strát. Ten zohľadňuje predikcie hlavne z častí predikcie generátorov hodnôt venovaných tržbám a ziskovej marži. Nosnou položkou tohto výkazu sú tržby z predaja vlastných výrobkov a služieb, ktoré vďaka akvizíciám výrazne vzrastú predovšetkým v roku 2021. Medzi základné predpoklady patrí predpoklad, že spoločnosť bude vďaka emisiám nových dlhopisov, spojených s akvizíciou, čakať zvýšenie nákladových úrokov. Keďže do konsolidovaných výkazov vstúpi nový majetok, ktorý je považovaný za prevádzkovo nutný, boli navýšené taktiež odpisy s ním súvisiace. Výška dane z príjmu dosahovala v sledovaných rokoch rozpätie 19 – 21%. Pre výpočty bola zvolená hodnota na úrovni 19%.

20.2 Plánovaná súvaha

Vďaka predikciám generátorov hodnôt bolo možné zostaviť aj plánovanú súvahu. Hlavnými generátormi hodnoty, z ktorých bolo čerpané, boli predikcie pracovného kapitálu a investícií do dlhodobého majetku. Aj v prípade výkazu o finančnej situácii sa predovšetkým v roku 2021 očakávajú vyššie zmeny v položke dlhodobého majetku, ktorý bude ovplyvnený akvizíciou. Jednotlivé zložky dlhodobého majetku boli predikované pomocou koeficientov investičnej náročnosti a za predpokladu, že spoločnosť Colt je podobne veľká spoločnosť, ako CZG. Obežné aktíva boli naplánované v časti venujúcej sa pracovnému kapitálu. Keďže sa neočakáva ďalšie odštiepenie podniku, bola hodnota položky aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom predikovaná v nulových hodnotách. Ostatné zložky boli analyzované a predikované na základe dôb obratu. Pasíva spoločnosti v roku 2020 ovplyvní hlavne avizovaná emisia akcií. Tá sa odhaduje na 812 000 000 Kč a premietne sa do položky emisného ážia. Dlhodobé záväzky sa okrem položky dlhodobých bankových úverov a pôžičiek ponechali v rovnakej výške ako v roku 2019. K zmene v tejto položke však dôjde

až v roku 2021, kedy spoločnosť chce emitovať dlhopisy v celkovej čiastke 5 000 000 000 Kč. Výška krátkodobých záväzkov bola odhadnutá v rámci pracovného kapitálu. Výplata dividend je značne premenlivá a v roku 2019 dosiahla až 75% z čistého zisku spoločnosti. V roku 2020 však aj vďaka pandémie predpokladáme nižšie hodnoty, skôr na úrovni 50%. V roku 2021 a 2022 sa bude predpokladať výplata dividend na úrovni 33%. Tento predpoklad vychádza z dostupných údajov, ktoré CZG uviedla pri úpise akcií pomocou IPO. Kapitálové fondy spoločnosť tvorí až z úplného výsledku hospodárenia, ktorý sa nepredikuje, preto sú ponechané v rovnakej výške.

20.3 Plánovaný výkaz peňažných tokov – výkaz cash flow

Posledný výkaz, ktorý bol predikovaný, je výkaz peňažných tokov alebo cash flow. Ten začína stavom peňažných prostriedkov na začiatku obdobia. Aj keď výkaz cash flow za rok 2019 obsahuje konečnú hodnotu peňažných prostriedkov vo výške približne 880 miliónov Kč, tieto peňažné prostriedky zahŕňajú aj prostriedky z ukončovaných činností. Počiatočný stav peňažných prostriedkov je teda braný bez ukončovaných činností, preto dosahuje úroveň 805 503 000 Kč. Prvotnou položkou je korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia prevzatý z výkazu zisku a strát. Z neho je stanovená daň pripadajúca na KPVH a získaný KPVH po dani. Následne bol výsledok upravený o odpisy predstavujúce nepeňažnú operáciu a o zmeny stavu položiek prevádzkovo nutného pracovného kapitálu. Zohľadnené bolo ďalej nadobudnutie DM prevádzkovo nutného, čo predstavuje brutto investície do majetku. Vďaka týmto úpravám bol vypočítaný peňažný tok z prevádzkového majetku. Následne došlo k očisteniu o nákladové úroky a neprevádzkový majetok. V poslednej časti bol dopočítaný peňažný tok z finančnej činnosti, ktorý výrazne ovplyvnia prevažne emisia akcií a emisia dlhopisov.

Po sčítaní či odčítaní jednotlivých peňažných tokov bola zistená hodnota peňažného toku celkom a bolo možné vypočítať stav peňažných prostriedkov na konci obdobia, ktorý je tiež súčasťou výkazu o finančnej situácii.

21 OCEŇOVANIE PODNIKU VYBRANÝMI METÓDAMI

Po uskutočnení strategickej analýzy a zostavení finančného plánu v poslednom kroku zostáva uskutočniť samotné ocenenie podniku.

21.1 Stanovenie diskontnej miery

Prvým krokom pri konečnom stanovení hodnoty podniku je zistenie diskontnej miery, ktorá by mala byť použitá pri diskontovaní voľných peňažných tokov – FCF. Táto diskontná miera by mala zahŕňať hroziace riziká a časový faktor. Keďže v ďalšej časti bude prebiehať oceňovanie metódou DCF entity, diskontná miera bude určená na úrovni pomocou WACC.

21.1.1 Náklady na vlastný kapitál

Ako prvé budú stanovené náklady na vlastný kapitál, ktoré odrážajú výnosové očakávanie investorov. Náklady na vlastný kapitál budú vďaka nemožnosti dohľadať potrebné ukazovatele určené len dvoma metódami, konkrétne metódou CAPM a nákladov na vlastný kapitál na úrovni priemernej rentability odvetvia.

Metóda CAPM

Metóda CAPM je založená na určení požadovanej miery návratnosti investícií na kapitálových trhoch. Hlavnými zložkami tejto metódy sú bezriziková úroková miera, riziková prémie a koeficient beta. Vzorec pre výpočet nákladov na vlastný kapitál je nasledujúci:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (12)$$

Kde:

r_e = náklady na vlastný kapitál

r_f = bezriziková úroková miera

β = koeficient beta

$(r_m - r_f)$ = riziková prémie

r_m = výnosnosť kapitálu na trhu

Pre samotný výpočet je potrebné zistiť hodnoty jednotlivých zložiek. Bezriziková úroková miera je väčšinou stanovená na úrovni 10-ročných štátnych dlhopisov. Ku koncu roku 2020

sa výnosnosť z 10 ročných štátnych dlhopisov v Českej republike pohyboval na úrovni 1,26%, zatiaľ čo v USA bol podľa Wall Street Journal iba na úrovni 0,93%. Keďže sa však počíta s tým, že 70% výnosov plyní CZG z amerického trhu a tento podiel sa bude čím ďalej zvyšovať, je zvolená hodnota 0,93%.

Hodnotu koeficientu Beta je možné použiť z nástroja Eikon, Na tejto stránke je uvedená hodnota 0,21. Beta je pritom počítaná za 180 posledných dní, pričom minimálny počet dní, potrebných k zostaveniu výpočtu je 120. Beta v tomto prípade vyjadruje systematické riziko alebo volatilitu ceny akcií spoločnosti ku volatilitu trhu. Inak povedané vyjadruje, ako je očakávaný výnos z akcií korelovaný k výnosnosti celého trhu. Využíva pritom lineárnu regresiu a metódu najmenších štvorcov. V danom prípade o hodnotu zadĺženej bety. Keďže je koeficient nižší, než 1, CZG je podnik nižšie rizikový, než trh. To tiež napovedá, že kríza poznamená CZG menej, než podniky s betou vyššou než 1.

Posledná zložka, ktorej hodnota je potrebná, je riziková prémie, počítaná ako rozdiel predpokladanej výnosnosti kapitálu na trhu a bezrizikovej úrokovej miery. Priemerná výnosnosť kapitálu na trhu alebo market risk premium je za rok 2021 podľa stránky Statista 5,5%. Po odpočítaní bezrizikovej úrokovej miery je riziková prémie na úrovni 4,57%, čo sa približuje rizikovej prémie, ktorú na svojej stránke uvádza Damodaran, 4,72%.

Tabuľka 59 Určenie nákladov na vlastný kapitál metódou CAPM
(Zdroj: vlastné spracovanie)

Ukazovateľ	Popis	Hodnota
r_f	Bezriziková úroková miera	0,93%
β	Zadĺžený koeficient beta	0,21
$(r_m - r_f)$	Riziková prémie	4,57%
r_m	Výnosnosť kapitálu na trhu	5,50%
r_e	Náklady na vlastný kapitál	1,89%

Výsledná hodnota nákladov na vlastný kapitál je po dosadení do rovnice uvedenej vyššie zobrazená v tabuľke č. 59. Vzhľadom na to, že táto metóda využíva tržné dáta, bude váha tejto metódy stanovená na úrovni 3.

Náklady na vlastný kapitál na úrovni rentability odvetvia

Na určenie nákladov na vlastný kapitál je možné použiť tiež metódu priemernej rentability odvetvia. Bohužiaľ, nepodarilo sa dohľadať dokument podobný Panoráme spracovateľského priemyslu, ktorý je dostupný v Českej republike a v ktorom sú uvedené alternatívne náklady na kapitál. Jediný dostupný údaj bol dostupný v nástroji Eikon, kde sa rentabilita vlastného kapitálu za odvetvie rovná 11,5%. Keďže však ide o historickú

hodnotu, ktorá nezahŕňa predikcie do budúcnosti, bude tejto metóde stanovená váha na úrovni 2.

Konečná hodnota nákladov na VK

Vďaka obmedzeným možnostiam bolo náklady na vlastný kapitál možné stanoviť len dvomi metódami. Vyššia váha bola stanovená metóde CAPM, keďže odráža hodnoty trhu. Po prepočítaní nákladov na vlastný kapitál zistený pomocou týchto dvoch metód a následným vydelením súčtom váh boli určené priemerné náklady na VK na úrovni 5,73%, vid' tabuľka č. 60.

Tabuľka 60 Určenie priemerných nákladov na vlastný kapitál (Zdroj: vlastné spracovanie)

	Náklady na VK	Váha	Prepočítané náklady na VK
Priemerné ROE odvetvia	11,50%	2	23,00%
Metóda CAPM	1,89%	3	5,67%
Celkom	-	5	28,67%
Priemerné náklady na VK	5,73%		

21.1.2 Náklady na cudzí kapitál

Podobne ako u vlastného kapitálu, aj u cudzieho kapitálu je potrebné určiť výšku nákladov. Zvolená bola metóda váženého aritmetického priemeru. V prílohe spoločnosť síce uvádza úrokové sadzby, ktoré však nie sú úplne presné. Kým údaje o sadzbách PRIBOR a EURIBOR sú dohľadateľné, napríklad zo stránok ČNB, údaje o maržiach jednotlivých bánk nebolo možné nájsť, preto boli odhadnuté. Je treba tiež podotknúť, že hodnoty PRIBOR sú značne premenlivé a v roku 2020 sa dostali skôr na úroveň roku 2017. Vo všeobecnosti je tiež možné povedať, že primárne záleží len na tom, akú úrokovú sadzbu majú dlhopisy, keďže hodnota ostatných úverov je v pomere k nim veľmi zanedbateľná. Ako je možné vidieť v tabuľke č. 61. priemerná úroková miera v roku 2019 dosahuje približne 4,67%, zatiaľ čo v roku 2017 to kvôli nižším hodnotám 6M PRIBOR-u bolo len 2,99%.

Tabuľka 61 Priemerné hodnoty úrokovej miery za roky 2017 – 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)

	2019		2018		2017		Poznámka k sadzbe
	Istina v Kč	Úrok	Istina v Kč	Úrok	Istina v Kč	Úrok	
Dlhopisy	2 250 000	4,67%	2 250 000	4,02%	1 500 000	3,03%	6M pribor + marža p.a.
Úver od ČSAS	36 958	4,50%	32 235	4,26%	15 984	3,00%	1D Pribor + marža p.a.
Investičný úver Prima Banka Slovensko a.s.	-	-	-	-	34 471	1,76%	3M Euribor + % p.a.
Kontokorentný úver Prima Banka Slovensko a.s.	-	-	-	-	4 709	1,64%	1M Euribor + % p.a.
Úver od ČSAS	-	-	-	-	9 275	3,03%	3M/6M Pribor + marže%
Celkom	2 286 958	-	2 282 235	-	1 564 439		-
Priemerná úroková miera	4,67%		4,02%		2,99%		-

Získaná priemerná úroková miera bola v poslednom kroku ešte očistená o daň a boli tak získané výsledné náklady na cudzí kapitál, ktoré zobrazuje tabuľka č. 62.

Tabuľka 62 Priemerné náklady na cudzí kapitál v rokoch 2017 – 2019
(Zdroj: vlastné spracovanie)

	2019	2018	2017
Priemerná úroková miera	4,67%	4,02%	2,99%
Sadzba dane z príjmu	19,00%	19,00%	19,00%
Náklady na CK	4,48%	3,83%	2,80%

21.1.3 Výpočet vážených priemerných nákladov na kapitál – WACC

Po stanovení nákladov na vlastný a cudzí kapitál sa dá prejsť k výpočtu vážených priemerných nákladov na kapitál. Na výpočet je ešte potrebné zistiť pomer vlastného a cudzieho kapitálu, ktoré však musia byť upravené o prevádzkovo nepotrebné položky. Ako vidno z tabuľky č. 63, aktíva boli očistené o prevádzkovo nenutné položky.

Tabuľka 63 Výpočet kapitálu po úprave o prevádzkovo nenutné položky – strana aktív
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2019	2018	2017
Pozemky, budovy a zariadenia	1 994 748	2 108 476	1 980 045
Nehmotné aktíva	834 242	922 453	1 009 446
Dlhodobé pohľadávky	45 322	48 348	52 856
Odložená daňová pohľadávka	1 464		
Goodwill	280 686	280 686	280 686
Dlhodobé aktíva celkom	3 156 462	3 359 963	3 323 033
Zásoby	1 747 427	1 772 415	1 746 802
Pohľadávky z obchodného styku	915 799	579 422	382 712
Splatné daňové pohľadávky	7 385	5 234	17 228
Ostatné pohľadávky	137 080	101 722	86 343
Peniaze a peňažné ekvivalenty	448 687	451 064	250 225
Obežné aktíva celkom	3 256 378	2 909 857	2 483 310
(-) Zmeny v CK	-694 192	-664 748	-146 239
C -Kapitál	5 718 648	5 605 072	5 660 104

Hodnota daných položiek bola následne prenesená do pasívnej časti súvahy, konkrétne do položky ekvivalentov VK. K zníženiu došlo tiež u položky krátkodobých záväzkov, tiež v súlade s predchádzajúcou kapitolou, kde došlo k rozdeleniu na prevádzkovo potrebné a nepotrebné položky. Celkový kapitál sa po týchto zmenách znížil napríklad v roku 2019 na 5 718 648 Kč.

Tabuľka 64 Výpočet kapitálu po úprave o prevádzkovo nenutné položky – strana pasív
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2019	2018	2017
Základný kapitál	2 984	2 984	2 984
Kapitálové fondy	1 533 118	1 393 554	1 778 617
Kumulované zisky	1 921 501	1 884 709	1 562 753
Nekontrolné podiely	11 358	28 128	66 294
Ekvivalenty VK	-1 135 735	-1 215 954	-498 924
Vlastný kapitál celkom	2 333 226	2 093 421	2 911 724
Bankovné úvery a pôžičky	2 252 688	2 253 987	1 526 862
Ostatné záväzky	0	125 000	125 000
Záväzky z leasingu	57 313	1 918	4 828
Odložený daňový záväzok	248 033	254 752	365 518
Rezervy	25 053	36 276	36 687
Ostatné dlhodobé záväzky	905	899	1 642
Dlhodobé záväzky celkom	2 583 992	2 672 832	2 060 537
Záväzky z obchodného styku	284 906	323 711	312 637
Záväzky z leasingu	6 173	2 910	2 844
Rezervy	45 837	37 061	36 104
Splatné daňové záväzky	70 127	43 911	84 254
Ostatné záväzky	394 387	431 206	252 004
Krátkodobé záväzky celkom	801 430	838 799	687 843
Záväzky celkom	3 385 422	3 511 631	2 748 380
C -Kapitál	5 718 648	5 605 052	5 660 104

Vďaka úpravám boli zistené pomery, ktoré budú použité pre výpočet WACC. Výsledok výpočtu znázorňuje tabuľka č. 65.

Tabuľka 65 Určenie WACC pre roky 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie)

Výpočet WACC	2019	2018	2017
Vlastný kapitál	40,8%	37,3%	51,4%
Náklady na VK	5,73%	5,73%	5,73%
Cudzí kapitál	59,2%	62,7%	48,6%
Náklady na CK	4,48%	3,83%	2,80%
WACC	4,99%	4,54%	4,31%

21.2 Ocenenie pomocou metódy DCF Entity

Metóda DCF patrí medzi najvyužívanéjšie výnosové metódy. Výpočet metódy DCF Entity je založený na dvoch krokoch. V prvom kroku je diskontovaním peňažných tokov dostupných ako vlastníkom tak veriteľom získaná hodnota podniku brutto. Následným odpočítaním hodnoty cudzieho kapitálu ku dni ocenenia je získaná hodnota podniku netto.

Stanovenie hodnoty môže prebiehať v dvoch až troch fázach, častejšie sa však používajú fázy dve. Prvá fáza zahŕňa tri roky, v prípade spoločnosti teda roky 2020 – 2022. V tejto fáze sa stanovené voľné peňažné toky diskontujú zvolenou diskontnou mierou. Informácie potrebné pre túto fázu sú súčasťou finančných plánov. Druhá fáza zahŕňa obdobie od roku 2023 do nekonečna. V tejto fáze je dôležité určiť pokračujúcu hodnotu založenú na dvoch vzorcoch, a to parametrickom a Gordnovom.

21.2.1 Investovaný prevádzkovo nutný kapitál

Prvým krokom pri zisťovaní hodnoty je určenie výšky investovaného prevádzkovo nutného kapitálu. Vďaka predikciám uskutočnené v predošlých kapitolách bola túto výška ľahko určená. Tabuľka č. 66 prináša hodnoty prevádzkovo nutného investovaného kapitálu, pričom je treba podotknúť, že v rámci dlhodobého majetku ide o hodnoty netto.

Tabuľka 66 Určenie investovaného prevádzkovo nutného kapitálu v rokoch 2020 – 2022
(Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
Dlhodobý hmotný majetok	2 252 429	3 775 164	3 922 459
Dlhodobý nehmotný majetok	761 015	1 394 941	1 238 887
Dlhodobý majetok prevádzkovo nutný	3 013 443	5 170 106	5 161 346
Zásoby	1 784 661	3 515 030	4 043 478
Pohľadávky	976 867	1 917 289	2 241 928
Prevádzkovo nutné peňažné prostriedky	469 435	884 101	1 041 905
Krátkodobé záväzky	1 057 564	1 988 358	2 392 086
Pracovný kapitál prevádzkovo nutný	2 173 399	4 328 062	4 935 225
Investovaný kapitál prevádzkovo nutný	5 186 842	9 498 167	10 096 571

Ďalším krokom je stanovenie diskontnej miery. Tá bola vypočítaná v predchádzajúcej kapitole pomocou metódy WACC.

Ďalej je potrebné stanoviť výšku voľného peňažného toku pre vlastníkov a veriteľov, teda FCFE – Free Cash Flow to Firm. Ten je získaný pomocou korigovaného prevádzkového výsledku spoločnosti, ktorý je určený na úrovni prevádzkového výsledku hospodárenia, vid' tabuľka č. 67.

Tabuľka 67 Stanovenie FCFF v jednotlivých rokoch (Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
KPVH pred zdanením	1 178 863	2 312 553	2 694 081
Daň pripadajúca na KPVH	223 984	439 385	511 875
KPVH po dani	954 879	1 873 168	2 182 205
Odpisy	398 214	668 122	666 810
Investície do prevádzkovo nutného pracovného kapitálu	326 871	-2 154 663	-607 164
Nadobudnutie DM prevádzkovo nutného	-582 667	-2 824 784	-658 051
FCFF (Free Cash Flow to Firm)	1 097 297	-2 438 158	1 583 801

Po určení FCFF sa pokračuje diskontovaním týchto peňažných tokov. Ako nosná hodnota diskontnej miery bola stanovená hodnota WACC za posledný sledovaný rok, teda 4,99%.

Tabuľka 68 Určenie hodnoty prvej fázy (Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	2020	2021	2022
FCFF (Free Cash Flow to Firm)	1 097 297	-2 438 158	1 583 801
Diskontná miera	4,99%	4,99%	4,99%
Odúročiteľ	0,95247166	0,907202271	0,864084
Diskontované FCF k 1.1.2020	1 045 144	-2 211 902	1 368 538
Hodnota prvej fázy k 1.1.2020		201 780	

Ako je vidieť z tabuľky č. 68, hodnota prvej fázy vyšla pozitívna, aj napriek veľkej investícií v roku 2021. Na rozdiel od roku 2021 totiž v rokoch 2020 a 2022 dochádza k značne pozitívnej hodnote diskontovaných FCF.

Keďže spoločnosť spĺňa podmienku going concern, je v ďalšom kroku potrebné zistiť pokračujúcu hodnotu, ktorú bude prinášať svojim vlastníkom v druhej fáze. Táto fáza zahŕňa obdobie od roku 2023 do nekonečna. Pre stanovenie hodnoty druhej fázy je potrebné určiť tempo rastu podniku v ďalších rokoch. Toto tempo je možné určiť pomocou predikcie vývoja HDP upraveného o vplyv inflácie. Je pritom potrebné sa pozrieť na infláciu a HDP za rok 2022, teda koniec prvej fázy. CZG operuje na viacerých trhoch, preto je komplikovanejšie určiť hodnotu HDP a inflácie. Kvôli pandemií sa tiež rôzne zdroje v hodnotách značne líšia. Na oficiálnych stránkach EÚ sú priamo pre Českú republiku znázornené predikcie, ktoré pre rok 2022 stanovili HDP na úrovni 4,5% a infláciu na úrovni 2,3 až 2,4%, čo by znamenalo tempo rastu na úrovni 6,8%. Pre USA je predpokladaná inflácia nad úrovňou 2%, respektíve podobne, ako v prípade Českej republiky, na úrovni 2,4%. Odhady pre HDP v USA sú v rozmedzí od 2,6% do 3,8%. Nakoniec však bola zvolená hodnota 3,52% dostupná na stránke Statista. Po sčítaní HDP a inflácie vychádza úroveň v hodnote 5,82%. Na tejto stránke však tiež vidno, že HDP bude v ďalších rokoch nižšie, preto treba počítať s hodnotami tempa rastu skôr na úrovni 3%. Toto tvrdenie podporuje aj miera CAGR uvedená v kapitole veľkosti trhu, ktorá by sa u výroby zbraní ma pohybovať na úrovni 2,5%.

Pre samotný výpočet pokračujúcej hodnoty je potrebné ešte vymedziť korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia pre prvý rok po plánovanom období. Taktiež je treba stanoviť hodnotu čistých investícií, mieru investícií a ich rentabilitu.

$$KPVH_{2023} = KPVH_{2022} * (1 + g) = 2\,182\,205 * (1 + 0,03) = 2\,247\,671 \text{ tis. Kč}$$

$$I_{netto\ 2023} = K_{2022} * g = 10\,096\,571 * 0,03 = 302\,897 \text{ tis. Kč}$$

$$m_I = \frac{I_{netto\ 2023}}{KPVH_{2023}} = \frac{302\,897}{2\,247\,671} = 13,48\%$$

$$r_I = \frac{g}{m_I} = \frac{0,03}{0,1348} = 22,26\%$$

$$PH = \frac{KPVH_{2023} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g} = \frac{2\,247\,671 * \left(1 - \frac{0,03}{0,2226}\right)}{0,0499 - 0,03} = 97\,727\,352 \text{ tis. Kč}$$

Pokračujúcu hodnotu je potrebné ešte previesť na súčasnú hodnotu, ktorá vychádza na 80 632 950 tis. Kč.

Pokračujúca hodnota je ešte vypočítaná pomocou Gordonovho vzorca, pri ktorom sú najskôr stanovené FCF v prvom roku druhej fázy. Tempo rastu a diskontná miera sú ponechané v rovnakej výške, ako pri parametrickom vzorci.

$$FCFF_{2023} = KPVH_{2023} - I_{netto\ 2023} = 2\,247\,671 - 302\,897 = 1\,944\,774 \text{ tis. Kč}$$

$$PH = \frac{FCFF_{2023}}{i_k - g} = \frac{1\,944\,774}{0,0499 - 0,03} = 97\,727\,352 \text{ tis. Kč}$$

Súčasná hodnota pokračujúcej hodnoty je aj v tomto prípade 80 632 950 tis. Kč

Po vypočítaní súčasnej hodnoty prvej a druhej fázy je treba tieto fázy sčítať a výsledok upraviť o úročený cudzí kapitál a neprevádzkové aktíva k dátumu ocenenia. Konečná hodnota podniku po úpravách je uvedená v tabuľke č. 69.

Tabuľka 69 Stanovenie hodnoty podniku metódou DCF entity (Zdroj: vlastné spracovanie)

v tis. Kč	
Hodnota prvej fázy	201 780
Hodnota druhej fázy	80 431 170
Ocenenie podniku brutto	80 632 950
Úročený CK k dátumu ocenenia	2 289 626
Ocenenie podniku netto	78 343 324
Hodnota neprevádzkových aktív	1 135 735
Hodnota podniku k 1.1.2020	77 207 589

21.3 Ocenenie metódou EVA

Druhou použitou metódou je metóda založená na ekonomickej pridanej hodnote. Tá stanovuje čistý výnos z prevádzkovej činnosti po odčítaní nákladov na cudzí a vlastný kapitál. Aj pri metóde EVA je počítané s dvomi fázami. Prvá fáza stanovuje hodnotu EVA za plánované obdobie, pričom hodnoty jednotlivých rokov sú prevedené na súčasnú hodnotu pomocou diskontnej miery na úrovni WACC.

V tabuľke č. 70 je uvedený výpočet prvej fázy, pričom za NOA je dosadená hodnota prevádzkovo nutného investovaného kapitálu a za NOPAT hodnota KPVH po dani.

Tabuľka 70 Výpočet prvej fázy metódou EVA (Zdroj: vlastné spracovanie)

	2019	2020	2021	2022	2023
NOPAT	-	954 879	1 873 168	2 182 205	2 247 671
NOA	5 329 260	5 186 842	9 498 167	10 096 571	10 399 469
WACC	-	265 930	258 823	473 959	503 819
EVA (WACC*NOA_{t-1})	-	688 949	1 614 344	1 708 247	1 743 853
Odúročiteľ	-	0,952	0,907	0,864	0,823
Diskontovaná EVA	-	656 204	1 464 537	1 476 069	

Pri výpočte druhej fázy je nutné stanoviť hodnotu NOPAT v roku 2023, ktorá bude rovnako ako pri DCF stanovená na úrovni $\text{NOPAT}_{2022} * 1+g$. Následne musí byť dopočítaná hodnota pokračujúcej hodnoty, ktorá bude neskôr diskontovaná.

Sčítaním hodnoty prvej a druhej fázy je získaná tržná pridaná hodnota, MVA. Pripočítaním NOA ku dňu ocenenia je ďalej získaná hodnota brutto a následným odčítaním úročeného cudzieho kapitálu ocenenie netto. Po odčítaní neprevádzkových aktív sa nakoniec v tabuľke č. 71 nachádza hodnota podniku.

Tabuľka 71 Výsledná hodnota podniku získaná metódou EVA (Zdroj: vlastné spracovanie)

Pokračujúca hodnota	87 630 780
Hodnota prvej fázy	3 596 810
Hodnota druhej fázy	72 121 530
MVA	75 718 341
NOA k dátumu ocenenia	5 329 260
Hodnota brutto	81 047 601
Úročený CK k dátumu ocenenia	2 289 626
Ocenenie podniku netto	78 757 975
Hodnota neprevádzkových aktív	1 135 735
Hodnota podniku	77 622 240

21.4 Zhrnutie výsledku výnosových metod

Na ocenenie podniku boli použité dve metódy, a to DCF entity a EVA. Výsledky týchto dvoch metód sú však mierne odlišné, konkrétne o 414 650 tis. Kč. Aj keď by niekto mohol namietat', že výsledok týchto dvoch metód by sa mal rovnať, v bežnej praxi oceňovateľom často vychádza ocenenie metódou EVA a DCF odlišné, čo pripúšťa vo svojej publikácii aj Mařík (2011, str. 302). Rovnako to potvrdzuje aj Nguyen (2013, str. 44), ktorá vo svojej práci tvrdí, že rozdiel medzi týmito metódami tkvie v tom, že obe tieto metódy sú ľahko ovplyvniteľne, bez ohľadu na to, ako veľmi sa autor snaží byť nestranný. Najviac senzitivne kroky sú predpoveď predajov, ostatné faktory založené na predajoch, náklady na vlastný kapitál alebo náklady na cudzí kapitál. Podľa nej je DCF vhodnejšia v prípade, ak sa spoločnosť snaží tvoriť peňažné toky pre financovanie. EVA má výhodu v tom, že má menej výstupov pre odhad a menej výpočtových krokov. Ďalšou výhodou EVA je, že dokáže posúdiť, v akom stave je manažment, buď na základe absolútnej EVA alebo pomocou rozdielu jednotlivých rokov. Práve preto je EVA vhodnejšia, keďže dáva akcionárom predstavu o tom, aká pridanú hodnotu môžu získať v danom období. Keďže hodnota získaná pomocou DCF entity a EVA vyšli rozdielne, hodnota bude stanovená na úrovni priemeru týchto dvoch hodnôt $\pm 1\%$, a teda 77 414 914 tis. Kč \pm 774 149 tis. Kč. Výsledná hodnota je považovaná za pomerne vysokú, čo môže byť spôsobené viacerými faktormi. Samozrejme ide o dôsledok akvizície, no hlavne o pomerne nízku hodnotu WACC, spôsobené napríklad nízkou hodnotou ukazovateľa beta. Celkový spread medzi WACC a tempom rastu je tak veľmi nízky, že ťahá hodnotu podniku nahor.

21.5 Analýza citlivosti vlastného kapitálu na zmenu parametrov

Po určení hodnoty podniku pomocou metódy DCF entity a EVA bude ešte uskutočnená analýza citlivosti. Tá je skonštruovaná z dôvodu zistenia citlivosti výsledkov hodnôt podniku na zmenu diskontnej miery a tempa rastu, pričom sa zvyšujú alebo znižujú o jeden percentný bod, no nikdy nie zároveň.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje zmenu hodnoty vlastného kapitálu spoločnosti na zmenu diskontnej miery. Je v nej jasne vidieť, že hodnota vlastného kapitálu je extrémne náchylná na zmeny. Zníženie diskontnej miery o 1% znamená, že sa hodnota viac než zdvojnásobí. Pri zvýšení diskontnej miery o 1% hodnota klesne, no pokles je menej znateľný, než pri jej znížení.

Tabuľka 72 Vplyv zmeny diskontnej miery na hodnotu podniku
(Zdroj: vlastné spracovanie)

Oceňovacia metóda	WACC - 1%	WACC pôvodné	WACC + 1%
Hodnota WACC	3,99%	4,99%	5,99%
DCF entity	164 767 501	77 207 589	48 309 020
EVA	165 111 993	77 622 240	48 788 246

Rovnaký trend je viditeľný aj pri zmene tempa rastu. Zmeny sú však menej výrazné.

Tabuľka 73 Vplyv zmeny tempa rastu na hodnotu podniku
(Zdroj: vlastné spracovanie)

Oceňovacia metóda	g - 1%	g pôvodné	g + 1%
Hodnota g	2%	3%	4%
DCF entity	52 486 010	77 207 589	151 871 752
EVA	52 900 661	77 622 240	152 286 401

Vďaka tejto analýze sa potvrdilo, že ocenenie spoločnosti je značne závislé na oboch parametroch a aj malá zmena parametru hodnotu výrazne zmení.

21.6 Investičné odporúčanie na základe výnosových metód

Pokiaľ by bola braná do úvahy hodnota podniku získaná pomocou metódy DCF entity a EVA a tá sa podelila počtom akcií, bola by získaná približne hodnota 2 365 Kč. Pre porovnanie, aktuálne sa akcie CZG obchodujú za približne 430 Kč. Podľa výsledku sú teda akcie podhodnotené a bolo by vhodné ich nakupovať. Ako však bolo vysvetlené aj na analýze citlivosti, ocenenie pomocou DCF a EVA je značne závislé na zmenách tempa rastu a WACC, preto ho treba brať s rezervou. Počas procesu mohlo tiež dôjsť k nepresným predpokladom, spôsobenými hlavne sťažnými podmienkami v podobe akvizície, preto bude ďalej uskutočnené aj ocenenie metódami založenými na analýze trhu.

21.7 Metódy založené na analýze trhu

Ocenenie výnosovými metódami bude doplnené o ocenenie metódami založenými na analýze trhu, pretože je vždy dobré ocenenie uskutočňovať z čo najväčšej perspektívy. V teoretickej časti je totiž uvedené, že vo všeobecnosti sa síce najviac používa metóda DCF, no väčšina aktív je oceňovaná skôr relatívnym spôsobom. Správny spôsob by mal ale byť kompromis medzi vnútornou a relatívnou hodnotou a treba posúdiť, ktorý spôsob je v danom prípade najvhodnejší.

21.7.1 Relatívne ocenenie

Relatívne ocenenie je možné použiť ako porovnanie s ostatnými podnikmi. Toto ocenenie je založené na typických metrikách, ako napríklad P/E ratio alebo EV/EBITDA. Keďže sú dostupné údaje z nástroju Eikon, budú použité na posúdenie, ako je na tom CZG oproti ostatným spoločnostiam v danom odvetví.

Na obrázku č. 36 vidno niekoľko vypočítaných ukazovateľov, ktoré sú uvedené za dve obdobia a vyjadrené pomocou mediánu hodnôt. Obdobie Trailing 12 Months zobrazuje údaje za posledných 12 mesiacov za spoločnosť aj odvetvie, obdobie Next 12 Months zobrazuje predpoveď na 12 nasledujúcich mesiacov. Ako je možné vidieť, ukazovatele za CZG sú v tomto období totožné s ukazovateľmi celého odvetvia. Doplňujúcou informáciou je Global Rank, ktorý je vyjadrený v podobe skóre. V prípade ukazovateľa P/E ratio toto skóre znamená, že CZG dosahuje lepšie výsledky tohto ukazovateľa, než 84% trhu.

RELATIVE VALUATION >					
	Global Rank	Trailing 12 Months		Next 12 Months	
		CZG	Industry Median	CZG	Industry Median
PE	84	12.35	8.37	9.16	9.16
EV/EBITDA	69	9.69	7.40	8.11	8.11
Div Yield	70	0.00%	--	3.49%	3.49%
EV/Sales	64	1.79	1.94	1.56	1.56
P/CF	34	28.45	5.72	--	--
P/B	49	3.08	0.90	2.37	2.37

Obrázok 35 Ukazovatele relatívneho ocenenia (Zdroj: Eikon)

Prvým dostupným ukazovateľom je P/E ratio. Tento ukazovateľ vyjadruje pomer trhovej ceny akcie k čistému zisku po zdanení na jednu akciu a hovorí, koľko je trh ochotný zaplatiť za akciu na základe minulých alebo budúcich ziskov. Ide o jeden z najjednoduchších a najrýchlejších ukazovateľov. Hodnota tohto ukazovateľa za posledných 12 mesiacov dosiahla 12,35. Vysoká hodnota P/E môže znamenať, že akcie sú nadhodnotené a naopak. Výnimkou môžu byť technologické spoločnosti, rastúce vyšším tempom. U ukazovateľa P/E je však veľmi dôležité sa dívať do budúcnosti. Na ďalších 12 mesiacov sa hodnota odhaduje na 9,16. Dôležité je aj porovnanie s odvetvím. Z toho je jasné, že v minulosti dosahovalo P/E ratio vyššie hodnoty, než v odvetví, čo by mohlo naznačovať, že akcie sú nadhodnotené. Pri pohľade na budúcnosť sa P/E ratio očakáva nižšie, teda tento predpoklad nie je možné

potvrdiť. Ukazovateľov P/E sa na trhu tiež dost' výrazne dotkla koronakríza. P/E celého trhu v Amerike dosahuje hodnôt takmer 30, čo už je značne vysoká hodnota a drahý trh. V tomto pohľade je na tom CZG výrazne lepšia.

Ďalším ukazovateľom je EV/EBITDA, ktorý predstavuje podiel Enterprise Value, teda hodnotu podniku k EBITDA. Tento ukazovateľ je veľmi dobrý pri porovnávaní podnikov pôsobiacich v rôznych krajinách. EV predstavuje teoretickú cenu prípadného prevzatia celej firmy. Typicky sa ukazovateľ pod hodnotou 10 považuje za zdravý, čo je v prípade CZG splnené aj v minulosti aj v budúcnosti. EV/EBITDA sa považuje za mierne lepší ukazovateľ, ako P/E ratio z dôvodu, že nie je ovplyvnený zmenami v kapitálovej štruktúre.

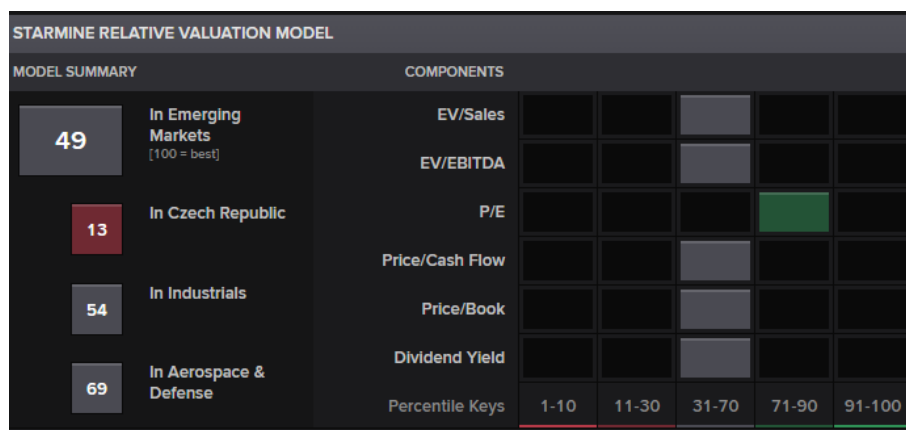
Tretí ukazovateľ je EV/Sales. Ten dáva investorom informáciu o tom, akú hodnotu má daná spoločnosť v pomere k predajom. Väčšinou sa hodnota tohto ukazovateľa pohybuje v rozmedzí 1-3, pričom nižšie hodnoty naznačujú, že akcie spoločnosti môžu byť podhodnotené. V prípade CZG vidno, že hodnoty sú nižšie, než v odvetví, dokonca sa očakáva pokles tohto ukazovateľa, čo by značilo, že akcie sú naozaj podhodnotené.

Štvrtým ukazovateľom je P/CF ratio, ktoré pomeriava hodnotu akcií k operatívne Cash Flow. V prípade CZG ide o veľmi vysokú hodnotu, čo značí aj nízke globálne skóre. Oproti odvetviu dosahuje až 5-násobné hodnoty. Väčšinou vysoké hodnoty tohto ukazovateľa naznačujú, že firma je obchodovaná za vysokú cenu ale nevytvára dostatok peňažných tokov. U CZG to teda môže naznačovať, že spoločnosť je nadhodnotená.

Posledným ukazovateľom je P/B ratio, ktoré odráža hodnotu, ktorú účastníci trhu pripisujú vlastnému imaniu spoločnosti v porovnaní s účtovnou hodnotou jej vlastného imania. V tomto prípade sa za lepšie považujú nižšie hodnoty okolo hodnoty 1,5. V odvetví dosahuje ukazovateľ hodnotu pod 1, čo znamená, že účtovná hodnota je vyššia, než tržná, a teda keby je spoločnosť kúpená, tak pri predaji je získaná čiastka nižšia, než čiastka pri nákupe. Väčšina investorov sa prikláňa k hodnote bližšej ku trom, ktorú CZG o niečo prekračuje v posledných 12 mesiacoch, no splňa, čo sa týka predpovedí na ďalšie obdobie. Ako u všetkých spomenutých ukazovateľov aj tu platí, že veľmi záleží na odvetví a na type spoločnosti.

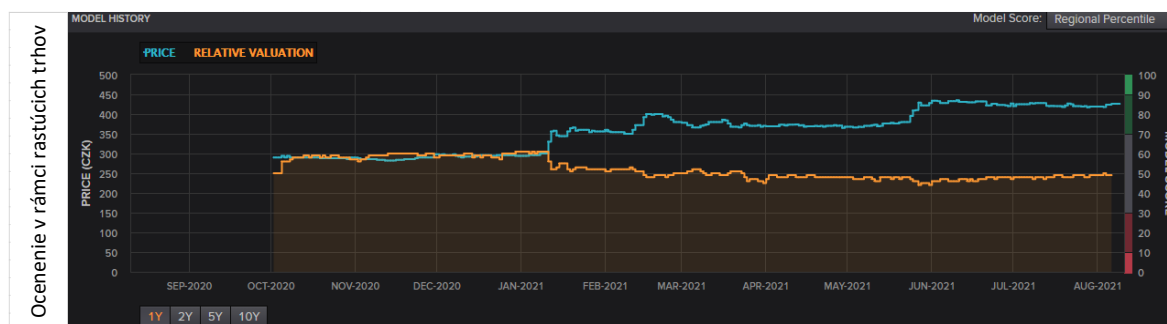
V celkovom pohľade zobrazenom na obrázku č. 37 vidno, že CZG sa nachádza pri všetkých spomínaných ukazovateľoch okrem P/E ratio v sivej zóne, ktorá by znamenala, že sa odporúča akcie držať. Tiež sa pri relatívnom ocenení ponúka možnosť pozrieť sa na hodnotu cez zhrnutie modelu. Ten prináša pohľad na skóre v rámci rôznych skupín. Prvou

skupinou sú emerging markets, teda rozvíjajúce sa trhy. V tejto skupine CZG v rámci relatívneho ocenenia dosahuje hodnotu 49, teda dosahuje lepšie výsledky, než 49%. V rámci Českej republiky je na tom lepšie len než 13% trhu. V rámci priemyslu je na tom lepšie, než 54% spoločností a najlepšie je na tom v rámci Aerospace and Defense odvetvia. Tam dosahuje lepšie výsledky, než 69% trhu a približuje sa hranici, kde sa odporúča akcie kupovať.



Obrázok 36 Výsledky relatívneho oceňovania v podobe skóre (Zdroj: Eikon)

Zaujímavý je tiež pohľad na vývoj ceny a výsledky ocenenia po skupinách. Všetky skupiny sú uvedené v prílohe, na obrázku č. 38 je zobrazený vývoj aspoň za rastúce trhy. Z tohto pohľadu je jasné, že cena akcie je vyššia, než v rámci relatívneho ocenenia. Prvý veľký nárast v cene pritom nastal v polovici januára a ďalší nárast bol zaznamenaný v polovici februára. Ten sa dá priradiť oznámeniu o akvizícii spoločnosti Colt. Od IPO sa cena akcie viac než zdvojnásobila, čo ju dostalo do zelenej zóny, kde sa odporúča akcie nakupovať.



Obrázok 37 Vývoj cenný a skóre relatívneho ocenenia v rámci rastúcich trhov (Zdroj: Eikon)

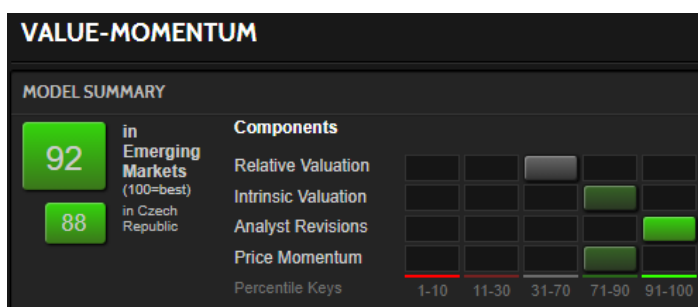
21.8 Investičné odporúčanie na základe relatívneho ocenenia

Výsledky jednotlivých ukazovateľov používaných pri relatívnom oceňovaní sú značne rôznorodé. Keby sa spoločnosť hodnotí čisto podľa týchto ukazovateľov, v súčasnej dobe,

respektíve podľa hodnôt Trailing 12 Months by prevažoval názor, že by bolo najlepšie akcie držať. Očakávané hodnoty na ďalších 12 mesiacov však napovedajú, že by sa situácia ukazovateľov mohla zlepšiť a dosahovať lepšie skóre. To by mohlo naznačovať, že akcie sú podhodnotené. Na platforme Eikon je však dostupný ešte bližší pohľad na aktuálny stav akcií. Relatívne ocenenie je spolu s ocenením vnútornou hodnotou a ďalšími zložkami súčasťou takzvaného Combined Alpha modelu, ten bude uvedený ďalej.

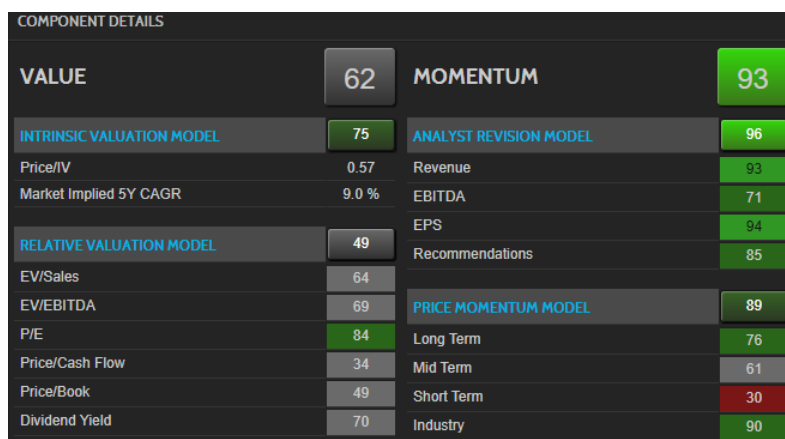
21.9 Combined Alpha Model (CAM)

Ako už bolo spomínané, platforma Eikon obsahuje model, ktorý v sebe spája dva dôležité prvky, a to hodnotu a hybnú silu, preto sa tento model často označuje ako Value-momentum model. Celkové skóre získané v tomto modeli je 92 na rastúcich trhoch a 88 v Českej republike. Na obrázku č. 39 vidno že Value-momentum model tvoria revízia analytikov (ARM), relatívne ocenenie (RV), vnútorné ocenenie (IV) a cenové momentum (Price-mo).



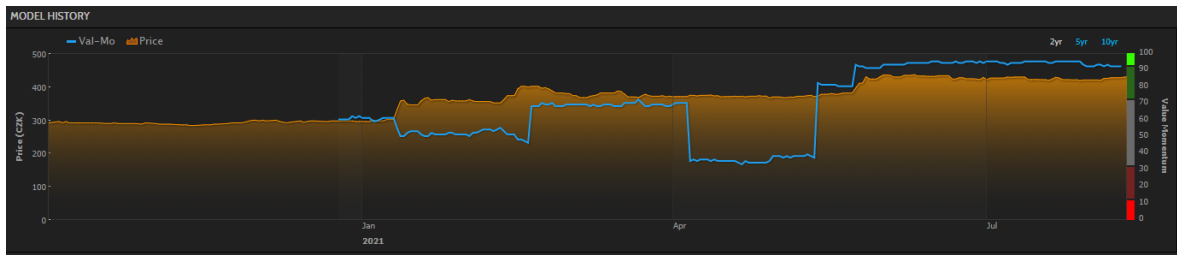
Obrázok 38 Skóre modelu Value-momentum pre CZG (Zdroj: Eikon)

Na obrázku č. 40 sú uvedené aj jednotlivé zložky rozpadnuté do menších položiek. Z neho je zrejmé, že jedine relatívne ocenenie dáva impulz na držanie akcií. Ostatné zložky tohto modelu sa prikláňajú k názoru akcie kupovať, dokonca podľa analytikov je odporúčanie akcie nakupovať veľmi silné (Strong buy).



Obrázok 39 Výsledky skóre jednotlivých zložiek Value-momentum modelu (Zdroj: Eikon)

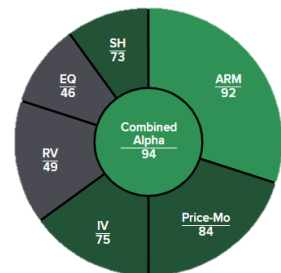
Na obrázku č. 41 je opäť uvedený aj pohľad na vývoj ceny a vývoj Value-momentum modelu v čase, ktorý prináša krásny pohľad na to, ako sa odporúčania v čase menili.



Obrázok 40 Vývoj ceny a skóre modelu Value-momentum v čase (Zdroj: Eikon)

Ešte komplexnejší pohľad prináša takzvaný Combined Alpha Model (CAM). Opäť tu funguje systém skóre a model prihliada na regióny, keďže napríklad v USA sa spoločnosti viac sústreďia na hodnotu, zatiaľ čo v Európe sa viac dbá na hybnú silu. Medzi jednotlivé zložky patria všetky zložky spomenuté vo Value-momentum modeli, ku ktorým sa ešte pridáva kvalita zisku (EQ) a Smart Holdings (SH) uvedené na obrázku č. 42 spolu so skóre všetkých zložiek a celkovým skóre.

OWNERSHIP		QUALITY	
Smart Holdings	73	Earnings Quality	46
Institutional Screening	72	Accruals	18
Change Component	61	Cash Flow	55
		Operating Efficiency	89
		Exclusions	N/A

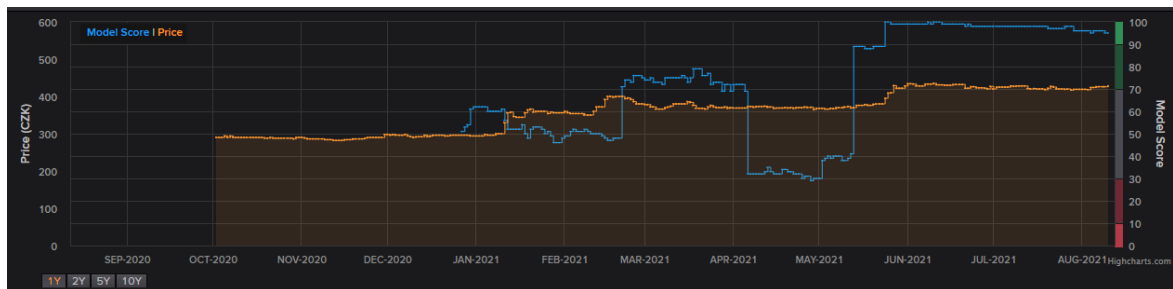


Obrázok 41 Dodatočné zložky CAM modelu a jeho celkové skóre (Zdroj: Eikon)

Tento model zahŕňa dokonca aj pohľad na skupinu podobných podnikov zobrazených na obrázku č. 43. V celkovom pohľade je na tom lepšie než CZG iba spoločnosť SNT Dynamics Co Limited. Všetky zložky ale vykazujú u CZG lepšie skóre, než je priemer za skupinu podobných podnikov. Celkové skóre CAM je 94, takže CZG dosahuje lepšie výsledky než 94% trhu.

Company Name	Combined Alpha	Value		Momentum		Ownership	Quality
		RV	IV	ARM	Price-Mo	Smart Holdings	EQ
CZG Ceska zbrojovka Group SE	94	49	75	92	84	73	46
SNT Dynamics Co Ltd	100	87	68	N/A	100	94	70
YaGuang Technology Group Co Ltd	25	6	N/A	N/A	51	15	40
Gaona Aero Material Co Ltd	30	6	4	42	59	78	25
Anhui Great Wall Military Industry Co Ltd	24	8	11	N/A	48	40	9
Israel Shipyards Ltd	74	47	39	N/A	67	82	22
Bharat Dynamics Ltd	82	61	N/A	50	76	85	62
Garuda Maintenance Facility AeroAsia Tbk PT	24	1	N/A	N/A	61	9	13
	51	31	17	13	66	58	34

Obrázok 42 Porovnanie jednotlivých zložiek modelu CAM s konkurenciou (Zdroj: Eikon)
 Na obrázku č. 44 je znázornený CAM spolu s vývojom ceny akcie. Z tohto pohľadu je jasné, že tento model dáva jasný a silný impulz k nákupu akcií, rovnako ako cena, ktorá sa od konca mája nachádza v zóne podporujúcej nákup.



Obrázok 43 Vývoj ceny a skóre modelu CAM v čase (Zdroj: Eikon)

22 INVESTIČNÉ DOPORUČENIE

Na základe rôznych zistení, uskutočnenej analýzy a samotného oceňovania je formulované odporúčanie akcie spoločnosti nakupovať. CZG má na základe získaných informácií veľký potenciál a pomocou akvizície spoločnosti Colt sa jej otvárajú nové príležitosti a možnosti spolupráce s americkou armádou.

Odporúčanie je podmienené ako výnosovým ocenením, tak ocenením relatívnym. Aj keď hodnota podniku získaná pomocou výnosového ocenenia je príliš vysoká, čo je spôsobené viacerými obmedzujúcimi faktormi, na základe predošlých analýz existuje predpoklad, že investovanie do podniku je perspektívne a že cena akcií časom porastie. Medzi obmedzujúce faktory, ktoré výrazne navýšili hodnotu podniku, patria napríklad hodnoty ovplyvnené koronavírusom, akvizícia uskutočnená uprostred procesu oceňovania a obmedzené znalosti s procesom oceňovania v prípade akvizície, nedostupnosť dát o spoločnosti Colt, čo mohlo spôsobiť nepresnosť v odhadoch, nedostupnosť dát o odvetví, inak konštruované výpočty ukazovateľov a nutnosť pracne zisťovať, ako k výpočtom došlo a komplikovanejšie dohľadávanie položiek spôsobené vykazovaním v systéme IFRS.

Investičné odporúčenie na základe relatívneho oceňovania sa v súčasnosti síce prikláňa k názoru akcie držať, no predpokladá sa zlepšenie ukazovateľov, čo by mohlo konečnému skóre pomôcť a odporúčanie by sa presunulo do časti, kde sa odporúča akcie nakupovať. Pri pohľade na model CAM, kde je relatívne ocenenie jednou zo zložiek, je však zreteľné, že odporúčanie znie tiež jasne, akcie nakupovať.

ZÁVER

Cieľom tejto diplomovej práce bolo stanovenie hodnoty spoločnosti Česká zbrojovka Group a formulovanie investičného odporúčania.

Úvodná časť práce bola venovaná teoretický poznatkom z oblasti oceňovania. Literárna rešerš obsahovala tituly od zahraničných, slovenských a českých autorov. Cieľom teoretickej časti malo byť vytvorenie vhodného východiska pre spracovanie praktickej časti diplomovej práce. Boli v nej popísané základné pojmy spojené so stanovením hodnoty podniku, faktory vplyvajúce na výsledok oceňovania, metódy oceňovania a jeho postup.

V praktickej časti bolo potrebné zozbierať široké spektrum informácií o samotnej spoločnosti, ale aj o trhu, na ktorom pôsobí a ostatných vplyvoch. Vzhľadom na čoraz väčšie zameranie sa CZG na americký trh bol dôraz kladený hlavne na informácie spojené s týmto trhom. Na základe získaných informácií je možné povedať, že situácia v odvetví, v ktorom sa CZG nachádza, je veľmi priaznivá a momentálna fáza recesie dokonca predajom zbraní prospieva. Aby sa CZG mohla ďalej rozvíjať, uzavrela začiatkom roku 2021 zmluvu o akvizícií so spoločnosťou Colt. Momentálne sa tiež pripravuje na výstavbu výrobnéj haly v Arkansase, ktorej výstavba už mala prebiehať, avšak z dôvodu akvizície musela byť pozastavená. Vďaka zisteným informáciám sa však CZG dá považovať za perspektívnu spoločnosť a očakáva sa u nej v ďalších rokoch nárast tržnej kapitalizácie.

Okrem strategickej analýzy bolo potrebné uskutočniť aj analýzu finančnú, a to predovšetkým z dôvodu potvrdenia predpokladu nepretržitého trvania podniku. Výsledok finančnej analýzy je pre podnik veľmi priaznivý. Všeobecne dosahuje vyššiu rentabilitu, čo naznačuje, že jej management funguje správne a spoločnosť má dobré meno. Vysoké ROE tiež znamená, že pre investorov môže byť CZG veľmi zaujímavý podnik, keďže výrazne prekonáva úroveň odvetvia. V rámci likvidity sú dosiahnuté vysoké úrovne a spoločnosť drží príliš veľa hotovosti, no znamená to tiež, že sa nevystavuje likvidnému riziku. Spoločnosť sa nachádza v pozícii dlžníka a oproti ostatným podnikom je na tom lepšie napríklad v tom, že svoje pohľadávky dostáva zaplatené oveľa skôr. V rámci zadĺženosti sa CZG pohybuje v odporúčaných rozpätiach a splňa zlaté pravidlo financovania, čo ju radí medzi finančne stabilné podniky. Na základe finančnej analýzy je CZG zdravý a dlhodobo stabilný podnik s vysokou rentabilitou. Splňa tak predpoklad nepretržitého trvania.

Ďalším krokom vedúcim k výslednému oceneniu bolo zostavenie strategického plánu. Ten bol zostavený na základe poznatkov vyplývajúcich zo strategickej analýzy a prognózy generátorov hodnoty na ďalšie roky. Tieto predpoklady však boli ovplyvnené chystanou akvizíciou, čo celý proces značne sťažilo.

Po zostavení plánu bolo potrebné stanoviť diskontnú mieru. Nakoľko spoločnosť disponuje ako vlastným tak aj cudzím úročeným kapitálom, boli najskôr určené hodnoty nákladov na vlastný aj cudzí kapitál a výsledná hodnota bola zistená pomocou metódy vážených priemerov. Možnosť určiť náklady na vlastný kapitál však bola sťažená nedostupnosťou potrebných dát, preto nebolo možné využiť viac metód.

Hodnota danej spoločnosti bola najskôr určená prostredníctvom dvoch najčastejšie využívaných výnosových metód, a to metódou diskontovaných peňažných tokov a metódy založenej na ekonomickej pridanej hodnote. Výsledky týchto metód boli mierne odlišné, čo je však v bežnej praxi celkom normálne a bolo potvrdené aj z odborných zdrojov. Výsledok bol neskôr podrobený analýze citlivosti zmeny diskontnej miery a tempa rastu na zmenu hodnoty vlastného kapitálu. Výsledkom citlivostnej analýzy je, že hodnota spoločnosti je na tieto zmeny extrémne náchylná a akákoľvek zmena vstupných parametrov konečnú hodnotu značne zmení.

Následne bolo uskutočnené ocenenie na základe analýzy trhu, respektíve relatívne ocenenie. Toto ocenenie dopomohlo vďaka rozdeleniu na minulých 12 mesiacov a prognóz na nasledujúcich 12 mesiacov určiť aktuálnu a budúcu perspektívu vývoja akcií.

V závere praktickej časti práce bolo zostavené konečné odporúčanie. To odráža komplexný pohľad získaný počas vypracovávania jednotlivých kapitol, pozostávajúci z informácií zistených v rámci strategickej a finančnej analýzy, relatívneho ocenenia a výsledku ocenenia výnosovými metódami. Konečné investičné odporúčanie preto znie akcie nakupovať.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATURY

AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE, 2020. Covid 19: Proposals for EU Relief Measures for Aerospace, Defence and Security Industries. ASD [online]. 20 s. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://asd-europe.org/news-publications/covid-19>

BORAD, Sanjay, 2021. Systematic Vs Unsystematic Risks. E Finance management [online]. [cit. 2021-5-1]. Dostupné z: <https://efinancemanagement.com/investment-decisions/systematic-vs-unsystematic-risks>

ČERNOUŠEK, Bohuslav, 2018. Cena nebo hodnota? PwC Česká republika - News [online]. [cit. 2021-5-1]. Dostupné z: https://blog.pwc.cz/pwc_ceska_republika_news/2018/06/cena-nebo-hodnota.html

DAMODARAN, Aswath, 2011. The little book of valuation: how to value a company, pick a stock, and profit. Hoboken: John Wiley, 230 s. Little book big profits. ISBN 9781118004777.

DAMODARAN, Aswath, 2012. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd ed. Hoboken, New Jersey: Wiley, 992 s. ISBN 9781118011522.

DAMODARAN, Aswath, 2014. Applied Corporate Finance. In: Stern School of Business [online]. 4th ed. 981 s. [cit. 2021-5-1]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/acf4Ebook.pdf>

DELOITTE, 2021. 2021 aerospace and defense industry outlook. Deloitte [online]. 12 s. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/manufacturing/articles/global-aerospace-and-defense-industry-outlook.html>

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 9788086929682.

EMSBO-MATTINGLY, Lisa, Dirk HOFSCHIRE a Jacob WEINSTEIN, © 2020. The Business Cycle Approach to Equity Sector Investing. Fidelity [online]. 13 s. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: https://www.fidelity.com/webcontent/ap101883-markets_sectors-content/20.07.0/business_cycle/Business_Cycle_Sector_Approach_2020.pdf

FBI, © 2021. NICS Firearm Checks: Month/Year. FBI [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: https://www.fbi.gov/file-repository/nics_firearm_checks_-_month_year.pdf/view

FRED, © 2021. Producer Price Index by Industry: Small Arms Ammunition Manufacturing: All Other Ammo Products, Including Industrial Shells and Cartridges, Air Gun Ammo, Percussion Caps. Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis [online]. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/PCU33299233299207>

Global Weapons Manufacturing Industry: Global Weapons Manufacturing Market to Reach \$140. 4 Billion by 2027. Amid the COVID-19 crisis, the global market for Weapons Manufacturing estimated at US\$118. 1 Billion in the year 2020, is projected to reach a revised size of US\$140., 2020. Intrado: GlobeNewswire [online]. Business Wire [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www.businesswire.com/news/home/20200115005559/en/Global-Ammunition-Market-Expected-to-Grow-with-a-CAGR-of-4.7-During-the-Forecast-Period-2018-2027---ResearchAndMarkets.com>

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COMITEE, 2003. Glossary of Terms for International Valuation Standards. In: International Valuation Standards [online]. 357 – 468 s. [cit. 2021-5-1]. Dostupné z: <https://www.icjce.es/images/pdfs/TECNICA/C02%20-%20IASB/C210%20-%20IVSC%20-%20Normas/27-glossary.pdf>

JAKUBEC, Miroslav a Peter KARDOŠ, 2016. Riadenie hodnoty podniku. Bratislava: Wolters Kluwer, 281 s. Ekonómia. ISBN 9788081684609.

JAKUBÍKOVÁ, Dagmar, 2013. Strategický marketing: strategie a trendy. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 1844 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4670-8. Dostupné také z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/strategicky-marketing-518101/#>

KARP, Aaron, 2018. Estimating Global Civilian - Held Firearms Numbers. Small Arms Survey [online]. 12 s. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <http://www.smallarmssurvey.org/fileadmin/docs/T-Briefing-Papers/SAS-BP-Civilian-Firearms-Numbers.pdf>

KNÁPKOVÁ, Adriana et al., 2017. Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 228 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS, 2015. Valuation: measuring and manage the value of companies. Sixth edition. Hoboken: Wiley, 825 s. Wiley finance series. ISBN 9781118873700.

KRABEC, Tomáš, 2009. Oceňování podniku a standardy hodnoty. Praha: Grada, 261 s. Prosperita firmy. ISBN 9788024728650.

L.E.K. CONSULTING, 2017. Identifying and Managing Key Value Drivers. Executive Insights [online]. 2017(36), 4 s. [cit. 2021-5-4]. Dostupné z: https://www.lek.com/sites/default/files/insights/pdf-attachments/1936_Identifying_and_Managing_Key_Value_Drivers_LEK_Executive_Insights.pdf

LARRABEE, David T. a Jason A. VOSS, 2012. Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added and Real Options. Hoboken, New Jersey: Wiley, 624 s. ISBN 978-1-118-39743-5.

MAŘÍK, Miloš, 2011. Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy. 3., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 494 s. ISBN 9788086929675.

MAŘÍK, Miloš, 2018. Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 9788087865385.

MASSARI, Mario, Gianfranco GIANFRATE a Laura ZANETTI, 2016. Corporate valuation: measuring the value of companies in turbulent times. Hoboken: Wiley, 496 s. Wiley finance series. ISBN 9781119003335.

NGUYEN, Vu Thuy Linh. Discounted Cash-Flow and Economic Value Added Methods in Corporate Valuation. Lahti, 2013. Bakalárska práca. Lahti University of Applied Sciences.

PINTO, Jerald E. et al, 2015. Equity asset valuation. 3rd Edition. Hoboken: Wiley, 621 s. ISBN 9781119104629.

ROBINSON, Thomas R., 2020. International Financial Statement Analysis Workbook. [Place of publication not identified]: JOHN WILEY, 1 online zdroj. ISBN 9781119682141. Dostupné také z: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&AN=2361272&authtype=ip,shib&custid=s3936755>

ROGERS, Jamie, 2013. Strategy, value and risk: a guide to advanced financial management. Third edition. Houndmills Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan, 224 s. Palgrave

Macmillan finance and capital market series. ISBN 9780230392687. Dostupné také z: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&scope=site&db=nlebk&db=nlabk&AN=630599&authtype=ip,shib&custid=s3936755>

RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ, 2012. Finanční management [online]. Praha: Grada, 1444 s. [cit. 2021-5-4]. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-4047-8. Dostupné z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/financni-management-519967/#>

RŮČKOVÁ, Petra, 2019. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi [online]. 6. aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing, 695 s. [cit. 2021-5-1]. Finanční řízení. ISBN 978-80-271-2028-4. Dostupné z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/financni-analyza-6-aktualizovane-vydani-512516/#>

SALORD, Matías, 2021. USD/CZK: Positive developments are likely benefit the Czech koruna – MUFG. FX Street [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www.fxstreet.com/news/usd-czk-positive-developments-are-likely-benefit-the-czech-koruna-mufg-202104161610>

STATISTA, © 2021. Annual growth of real GDP in the United States of America from 1930 to 2020*. Statista [online]. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/996758/rea-gdp-growth-united-states-1930-2019/>

STATISTA, © 2021. Firearms in the United States. Statista [online]. 93 s. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <https://www.statista.com/study/12811/firearms-in-the-united-states--statista-dossier/>

STATISTA, © 2021. Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2026*. Statista [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

STATISTA, © 2021. Year over year monthly sales growth of firearms in the United States from 2019 to 2020. Statista [online]. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/1107546/monthly-year-over-year-sales-growth-of-firearms-us/>

STROUHAL, Jiří, 2013. Oceňování v účetnictví. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 417 s. ISBN 9788074783661.

THE FIREARM INDUSTRY TRADE ASSOCIATION, 2021. Firearm and Ammunition Industry Economic Impact Report 2021. NSSF The Firearm Industry Trade Association

[online]. 8 s. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www.nssf.org/government-relations/impact/>

THOMPSON, Loren, 2019. Five Reasons An Economic Recession Could Be Bad News For The Defense Industry. Forbes [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www.forbes.com/sites/lorenthompson/2019/08/26/five-reasons-an-economic-recession-could-be-bad-news-for-the-defense-industry/?sh=457cf911f27c>

TRADING ECONOMICS, © 2021. United States Inflation Rate. Trading Economics [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>

TRADING ECONOMICS, © 2021. United States Unemployment Rate. Trading Economics [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>

VALENTOVÁ WORSCHOVÁ, Kateřina, 2018. Metody oceňování. Oceňování podniků, jejich částí a podílů [online]. [cit. 2021-5-1]. Dostupné z: <https://www.ocenovani-podniku.cz/metody-ocenovani>

VOCHOZKA, Marek, 2011. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 248 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

WITZANY, Jiří, 2013. Financial derivatives: valuation, hedging and risk management. Prague: Oeconomica, 372 s. ISBN 9788024519807.

WOLKE, Thomas, 2017. Risk Management [online]. De Gruyter [cit. 2021-5-1]. ISBN 9783110440539. Dostupné z: [doi:10.1515/9783110440539](https://doi.org/10.1515/9783110440539).

XE, © 2021. USD to CZK Chart [online]. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <https://www.xe.com/currencyconverter/convert/?Amount=1&From=USD&To=CZK>

YCHARTS, © 2021. US Inflation Rate. YCharts [online]. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: https://ycharts.com/indicators/us_inflation_rate

ZOZNAM POUŽITÝCH SYMBOLOV A SKRATIEK

ARM	Analyst revision model – model revízie analytikov
ASD	Aerospace and Defence Industries Association of Europe
Book Value (BV)	Účtovná hodnota
C	Kapitál
CAGR	Compound annual growth rate – Zložená ročná miera rastu
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash Flow
CK	Cudzí kapitál
COGS	Cost of Goods Sold – Náklady na predaný tovar
CPI	Consumer Price Index – Index spotrebiteľských cien
CZG	Česká zbrojovka Group
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národná banka
ČPK	Čistý pracovný kapitál
d	Daň z príjmu
DCF APV	Discounted Cash Flow Adjusted Present Value
DCF	Discounted Cash Flow – Diskontované peňažné toky
DHM	Dlhodobý hmotný majetok
DNM	Dlhodobý nehmotný majetok
DoD	Department of Defence
EAT	Earnings after taxes – Čistý zisk
EBIT	Earnings before interest and taxes – Zisk pred úrokmi a zdanením
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization – Zisk pred úrokmi, zdanením, odpismi a amortizáciou
EBT	Earnings before taxes – Zisk pred zdanením

EQ	Earnings quality – Kvalita zisku
EÚ	Európska Únia
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EV/EBITDA ratio	Enterprise value-to-EBITDA ratio
EVA	Economic Value Added – Ekonomická pridaná hodnota
FBI	Federal Bureau of Investigation
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFF	Free Cash Flow to Firm
g	Tempo rastu
HDP	Hrubý domáci produkt
IFRS	International Financial Reporting Standards
IoT	Internet of Things
ISO	International Organization for Standardization
ITAR	International Traffic in Arms Regulations
IV	Intrinsic value – Vnútoraná hodnota
IVSC	International Valuation Standards Comitee
Kč	Koruna česká
KPVH	Korigovaný prevádzkový výsledok hospodárenia
MVA	Tržná pridaná hodnota
N _{CK}	Náklady na cudzí kapitál
NOA	Net Operating Assets – Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes – Čistý prevádzkový zisk po zdanení
N _{VK}	Náklady na vlastný kapitál
OA	Obežné aktíva
OSN	Organizácia spojených národov
P/B ratio	Price-to-book ratio

P/E ratio	Price-to-earnings ratio
P/S ratio	Price-to-sales ratio
PH	Pokračujúca hodnota
PPI	Production price index – Index výrobných cien
PRIBOR	Prague Interbank Offered Rate
Price-Mo	Price momentum – Cenové momentum
RFID	Radio Frequency Identification
ROA	Return on Assets – Rentabilita aktív
ROE	Return on Equity – Rentabilita vlastného kapitálu
ROIC	Return on Invested Capital – Rentabilita investovaného kapitálu
ROS	Return on Sales – Rentabilita tržieb
RV	Relative value – Relatívne ocenenie/Relatívna hodnota
SH	Smart Holdings
SH	Súčasná hodnota
USAML	United States Munitions List
USD	Americký dolár
VH	Výsledok hospodárenia
VK	Vlastný kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital – Vážené priemerné náklady na kapitál
β	Koeficient rizikovosti podniku k priemernej rizikovosti trhu

ZOZNAM OBRÁZKOV

Obrázok 1 Postup výpočtu hodnoty podniku substančnou metódou (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Jakubca a Kardoša, 2016, s.68)	24
Obrázok 2 Postup výpočtu hodnoty podniku likvidačnou metódou (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Jakubca a Kardoša, 2016, s. 70)	24
Obrázok 3 Vzťah medzi ROIC a tempom rastu (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Koller, Goedhart a Wessels, 2015, str. 22)	30
Obrázok 4 Dôvody pre diverzifikáciu portfólia (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Damodaran, 2011, str. 25)	36
Obrázok 5 Rozdelenie obchodného rizika (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Wolke, 2017, str. 7)	37
Obrázok 6 Faktory ovplyvňujúce mieru prevádzkového rizika (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011, str. 43)	38
Obrázok 7 Kategórie pomerových ukazovateľov (Zdroj: vlastné spracovanie)	42
Obrázok 8 Matica generátorov hodnoty (Zdroj: vlastné spracovanie podľa L.E.K. CONSULTING, 2017, str.2)	44
Obrázok 9 Predstavenstvo spoločnosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	48
Obrázok 10 Vývoj výnosov a EBITDA spoločnosti Colt (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	50
Obrázok 11 Čistý dlh v miliónoch USD a čistý pákový pomer CZG po akvizícií (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	50
Obrázok 12 Predpokladané výnosy CZG po akvizícií spoločnosti Colt (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	51
Obrázok 13 Legislatíva vzťahujúca sa k EÚ a Česku (Zdroj: vlastné spracovanie)	53
Obrázok 14 Legislatíva vzťahujúca sa k operáciám v USA (Zdroj: vlastné spracovanie) ..	54
Obrázok 15 SWOT analýza CZG (Zdroj: vlastné spracovanie)	58
Obrázok 16 Matica rizík (Zdroj: vlastné spracovanie)	59
Obrázok 17 Medziročný vývoj HDP USA v rokoch 2000 – 2020 (Zdroj: Statista)	62
Obrázok 18 Postoj voličov k držbe zbraní podľa preferovanej strany (Zdroj: Statista)	63
Obrázok 19 Miera inflácie (Zdroj: Ycharts)	65
Obrázok 20 Index cien výrobcov v odvetví ručných zbraní a munície (Zdroj: FRED)	65
Obrázok 21 Vývoj miery nezamestnanosti od mája 2019 do apríla 2021 (Zdroj: Trading Economics)	66
Obrázok 22 Vývoj výmenného kurzu CZK/USD (Zdroj: XE)	67
Obrázok 23 Percento domácností s minimálne jednou strelnou zbraňou v USA (Zdroj: Statista)	68
Obrázok 24 Počet zabití strelnými zbraňami v USA medzi rokmi 2006 – 2019 (Zdroj: Statista)	69

Obrázok 25 Výnosy z predaných zbraní podľa typu (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	70
Obrázok 26 Rozdelenie trhov CZG v roku 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	71
Obrázok 27 Rozdelenie trhov CZG koncom Q3 2020 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	71
Obrázok 28 Mesačný rast predaja zbraní v USA od roku 2019 (Zdroj: Statista).....	74
Obrázok 29 Úroveň hrozieb jednotlivých Porterových piatich síl (Zdroj: vlastné spracovanie).....	75
Obrázok 30 Konkurenti CZG (Zdroj: vlastné spracovanie)	77
Obrázok 31 Zloženie zásob spoločnosti v jednotlivých rokoch (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	80
Obrázok 32 Medziročný vývoj vybraných ukazovateľov rentability (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	87
Obrázok 33 Medziročný vývoj vybraných ukazovateľov likvidity (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	89
Obrázok 34 Medziročný vývoj obratovosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	90
Obrázok 36 Ukazovatele relatívneho ocenenia (Zdroj: Eikon)	129
Obrázok 37 Výsledky relatívneho oceňovania v podobe skóre (Zdroj: Eikon)	131
Obrázok 38 Vývoj cenný a skóre relatívneho ocenenia v rámci rastúcich trhov (Zdroj: Eikon).....	131
Obrázok 39 Skóre modelu Value-momentum pre CZG (Zdroj: Eikon).....	132
Obrázok 40 Výsledky skóre jednotlivých zložiek Value-momentum modelu (Zdroj: Eikon)	132
Obrázok 41 Vývoj ceny a skóre modelu Value-momentum v čase (Zdroj: Eikon)	133
Obrázok 42 Dodatočné zložky CAM modelu a jeho celkové skóre (Zdroj: Eikon).....	133
Obrázok 43 Porovnanie jednotlivých zložiek modelu CAM s konkurenciou (Zdroj: Eikon)	134
Obrázok 44 Vývoj ceny a skóre modelu CAM v čase (Zdroj: Eikon)	134

ZOZNAM TABULIEK

Tabuľka 1 Výpočet FCFF (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Maříka, 2011, str. 171).....	27
Tabuľka 2 Schéma výpočtu FCFE (Zdroj: vlastné spracovanie podľa Mařík, 2018, str. 22)	31
Tabuľka 3 Miera inflácie a predpokladaná miera inflácie (Zdroj: Statista)	64
Tabuľka 4 Základné údaje o zamestnanosti spojenej so strelnými zbraňami (Zdroj: The Firearm Industry Trade Association).....	66
Tabuľka 5 Medziročný vývoj zamestnanosti, mzdy a ekonomických dopadov v rámci výroby strelných zbraní (Zdroj: The Firearm Industry Trade Association)	66
Tabuľka 6 Medziročný vývoj daní v rámci výroby strelných zbraní (Zdroj: The Firearm Industry Trade Association).....	67
Tabuľka 7 Vlastníctvo zbraní z pohľadu pohlavia, veku a vzdelania (Zdroj: Statista)	68
Tabuľka 8 Držba zbraní podľa rôznych skupín za rok 2017 (Zdroj: Karp).....	72
Tabuľka 9 Počet zbraní vlastnených civilistami v top 25 krajinách (Zdroj: Karp)	72
Tabuľka 10 Veľkosť tržnej kapitalizácie CZG a odvetvia (Zdroj: Eikon)	73
Tabuľka 11 Počet vykonaných bezpečnostných previerok pre držbu zbraní (Zdroj: FBI) .	73
Tabuľka 12 Rozdelenie aktív na dlhodobý a obežný majetok počas rokov 2016 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	79
Tabuľka 13 Výnosové položky spoločnosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	82
Tabuľka 14 Zloženie položky výnosov z predaja tovaru, výrobkov a služieb (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	83
Tabuľka 15 Nákladové položky spoločnosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	83
Tabuľka 16 Vývoj položky osobných nákladov a počtu zamestnancov (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	84
Tabuľka 17 Porovnanie výkazu zisku a strát za Q3 2020 a Q3 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	85
Tabuľka 18 Analýza ukazovateľov rentability (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	86
Tabuľka 19 Vybrané ukazovatele rentability v odvetví (Zdroj: Eikon)	87
Tabuľka 20 Ukazovatele likvidity v spoločnosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti, Eikon).....	88
Tabuľka 21 Ukazovatele aktivity (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	89
Tabuľka 22 Porovnanie vybraných ukazovateľov obratovosti spoločnosti s odvetvím (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti, Eikon)	91
Tabuľka 23 Porovnanie vybraných ukazovateľov zadĺženia spoločnosti a odvetvia (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti, Eikon)	92

Tabuľka 24 Ukazovatele zadĺženosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	92
Tabuľka 25 Rozdielové ukazovatele spoločnosti (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	93
Tabuľka 26 Položka aktív držaných k predaju a rozdeleniu vlastníkom - prevádzkovo nenutná položka (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	94
Tabuľka 27 Položka finančných derivátov - prevádzkovo nenutná položka (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	94
Tabuľka 28 Určenie prevádzkovo nutných peňažných prostriedkov (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	95
Tabuľka 29 Úprava položiek a určenie investovaného prevádzkovo nutného kapitálu (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	96
Tabuľka 30 Výpočet korigovaného prevádzkového výsledku hospodárenia (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	97
Tabuľka 31 Výpočet priemerného tempa rastu tržieb (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	98
Tabuľka 32 Korelačná analýza (Zdroj: vlastné spracovanie).....	99
Tabuľka 33 Výpočet priemerného tempa rastu tržieb podľa dát z bezpečnostných previerok (Zdroj: vlastné spracovanie)	99
Tabuľka 34 Zvolené tempo rastu v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie)....	100
Tabuľka 35 Určenie priemernej ziskovej marže metódou zhora (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	101
Tabuľka 36 Predikcia priemernej ziskovej marže v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	101
Tabuľka 37 Výpočet tempa rastu a podielu výnosových položiek (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	102
Tabuľka 38 Výpočet tempa rastu a podielu nákladových položiek (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	103
Tabuľka 39 Stanovenie hodnôt vybraných položiek v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	103
Tabuľka 40 Výsledok výpočtu ziskovej marže počítaná metódou zdola (Zdroj: vlastné spracovanie).....	103
Tabuľka 41 Hodnoty prevádzkovo nutného pracovného kapitálu v sledovaných rokoch (Zdroj: vlastné spracovanie)	104
Tabuľka 42 Hodnoty a doby obratu položiek zásob v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	105
Tabuľka 43 Predikcia hodnôt položiek zásob na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	105
Tabuľka 44 Hodnoty a doby obratu pohľadávok za roky 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti)	106

Tabuľka 45 Výsledok predikcií pohľadávok na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	106
Tabuľka 46 Hodnoty a doby obratu krátkodobých záväzkov za roky 2017 – 2019.....	107
Tabuľka 47 Výsledok predikcií krátkodobých záväzkov na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	108
Tabuľka 48 Hodnoty a doby obratu finančných derivátov a aktív držaných k predaju za roky 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	108
Tabuľka 49 Výsledok predikcií finančných derivátov a aktív držaných k predaju na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	109
Tabuľka 50 Výsledná hodnota prevádzkovo nutného pracovného kapitálu (Zdroj: vlastné spracovanie).....	109
Tabuľka 51 Hodnota, odpisy a prírastky dlhodobých nehmotných aktív v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	110
Tabuľka 52 Vyčíslenie investičnej náročnosti dlhodobých nehmotných aktív v rokoch 2017 až 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	110
Tabuľka 53 Predikovaná hodnota položiek dlhodobých nehmotných aktív v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	112
Tabuľka 54 Hodnota, odpisy a prírastky dlhodobých hmotných aktív v rokoch 2017 – 2019.....	112
Tabuľka 55 Výpočet investičnej náročnosti položiek dlhodobých hmotných aktív v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	113
Tabuľka 56 Predikcia hodnoty dlhodobých hmotných aktív v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	115
Tabuľka 57 Priemerný podiel odpisov v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	115
Tabuľka 58 Predikcia odpisov na roky 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	115
Tabuľka 59 Určenie nákladov na vlastný kapitál metódou CAPM (Zdroj: vlastné spracovanie).....	119
Tabuľka 60 Určenie priemerných nákladov na vlastný kapitál (Zdroj: vlastné spracovanie).....	120
Tabuľka 61 Priemerné hodnoty úrokovej miery za roky 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie na základe výkazov spoločnosti).....	121
Tabuľka 62 Priemerné náklady na cudzí kapitál v rokoch 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	121
Tabuľka 63 Výpočet kapitálu po úprave o prevádzkovo nenutné položky – strana aktív (Zdroj: vlastné spracovanie).....	121
Tabuľka 64 Výpočet kapitálu po úprave o prevádzkovo nenutné položky – strana pasív (Zdroj: vlastné spracovanie).....	122
Tabuľka 65 Určenie WACC pre roky 2017 – 2019 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	122
Tabuľka 66 Určenie investovaného prevádzkovo nutného kapitálu v rokoch 2020 – 2022 (Zdroj: vlastné spracovanie).....	123

Tabuľka 67 Stanovenie FCFF v jednotlivých rokoch (Zdroj: vlastné spracovanie)	124
Tabuľka 68 Určenie hodnoty prvej fázy (Zdroj: vlastné spracovanie).....	124
Tabuľka 69 Stanovenie hodnoty podniku metódou DCF entity (Zdroj: vlastné spracovanie)	125
Tabuľka 70 Výpočet prvej fázy metódou EVA (Zdroj: vlastné spracovanie).....	126
Tabuľka 71 Výsledná hodnota podniku získaná metódou EVA (Zdroj: vlastné spracovanie)	126
Tabuľka 72 Vplyv zmeny diskontnej miery na hodnotu podniku (Zdroj: vlastné spracovanie)	128
Tabuľka 73 Vplyv zmeny tempa rastu na hodnotu podniku (Zdroj: vlastné spracovanie)	128

ZOZNAM PRÍLOH

Príloha P I: Výkaz zisku a strát CZG za rok 2019

Príloha P II: Výkaz o finančnej situácii CZG za rok 2019

Príloha P III: Výkaz Cash Flow CZG za rok 2019

Príloha P IV: Výkaz zmien VK CZG za rok 2019

Príloha P V: Výkaz zisku a strát CZG za rok 2018

Príloha P VI: Výkaz o finančnej situácii CZG za rok 2018

Príloha P VII: Výkaz Cash Flow CZG za rok 2018

Príloha P VIII: Výkaz zmien VK CZG za rok 2018

Príloha P IX: Pyramídový rozklad ROE

Príloha P X: Výsledok regresnej analýzy

Príloha P XI: Plánovaný výkaz zisku a strát

Príloha P XII: Plánovaný výkaz o finančnej situácii - aktíva

Príloha P XIII: Plánovaný výkaz o finančnej situácii - pasíva

Príloha P XIV: Plánovaný výkaz Cash Flow

Príloha P XV: Vývoj ceny a skóre relatívneho oceňovania v rôznych kategóriách

PRÍLOHA P I: VÝKAZ ZISKU A STRÁT CZG ZA ROK 2019

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY A OSTATNÍHO ÚPLNÉHO VÝSLEDKU ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2019

	Bod	2019 v tis. CZK	2018* v tis. CZK	2017* v tis. CZK
Pokračující činnosti				
Výnosy z prodeje zboží, výrobků a služeb	6	5 958 742	5 339 581	4 555 483
Ostatní provozní výnosy	7	101 515	49 466	18 210
Změna stavu zásob hotových výrobků a nedokončené výroby		52 096	1 943	237 599
Aktivace		104 974	103 919	116 209
Spotřeba surovin a materiálu	8	-2 885 982	-2 490 602	-2 074 732
Služby	10	-820 386	-814 033	-841 026
Osobní náklady	9	-1 080 522	-1 045 645	-954 008
Odpisy	18	-370 601	-365 189	-349 644
Ostatní provozní náklady	11	-116 126	-118 285	-146 092
Provozní výsledek hospodaření		943 710	661 155	561 999
Výnosové úroky	14	27 882	13 231	44 038
Nákladové úroky	15	-85 842	-47 246	-30 896
Ostatní finanční výnosy	14	373 252	246 920	323 132
Ostatní finanční náklady	15	-346 569	-159 659	-263 073
Podíl na výsledku přidružených podniků		22	42	428
Výsledek hospodaření před zdaněním		912 455	714 443	635 628
Daň z příjmu	16,17	-178 336	-145 837	-131 128
Zisk za období z pokračujících činností		734 119	568 606	504 500
Ukončené činnosti				
Zisk z ukončených činností po zdanění	4	15 192	32 307	33 517
Zisk za období po zdanění:		749 311	600 913	538 017
Položky, které se mohou následně reklasifikovat do výkazu zisku a ztrát:				
Zajištění peněžních toků – přecenění efektivní části zajišťovacích nástrojů		148 023	-403 353	253 764
Přecenění cizí měny zahraničních jednotek		-7 128	18 290	-45 059
Ostatní úplný výsledek:		140 895	-385 063	208 705
Úplný výsledek hospodaření za účetní období		890 206	215 850	746 722
Zisk připadající vlastníku mateřské společnosti				
Zisk za období z pokračujících činností		728 084	555 914	486 553
Zisk za období z ukončených činností		15 192	32 307	33 517
Zisk za období připadající vlastníku mateřské společnosti		743 276	588 221	520 070
Zisk připadající nekontrolním podílům				
Zisk za období z pokračujících činností		6 035	12 692	17 947
Úplný výsledek hospodaření za účetní období připadající:				
Vlastníku mateřské společnosti		882 840	211 153	721 973
Nekontrolním podílům		7 366	4 697	24 749
Čistý zisk na akcii připadající vlastníku mateřské společnosti (tis. Kč na akcii)				
Základní	31	25	20	17
Zředěný	31	25	20	17

*Veškeré srovnávací údaje za roky končící 31.12.2018 a 31.12.2017 byly přepracovány, aby odpovídaly reklasifikaci ukončovaných činností (viz kapitola 4).

PRÍLOHA P II: VÝKAZ O FINANČNEJ SITUÁCIÍ CZG ZA ROK 2019

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÍ SITUACI K 31. PROSINCI 2019

	Bod	31. 12. 2019 v tis. CZK	31. 12. 2018 v tis. CZK	31. 12. 2017 v tis. CZK
AKTIVA				
Dlouhodobá aktiva				
Pozemky, budovy a zařízení	18.3	1 994 748	2 108 476	1 980 045
Nehmotná aktiva	18.1	834 242	922 433	1 009 446
Dlouhodobé pohledávky	22	45 322	48 348	52 856
Cenné papíry a podíly v ekvivalenci		17 160	644	602
Odložená daňová pohledávka	17	1 464	0	0
Goodwill	18.2	280 686	280 686	280 686
Dlouhodobá aktiva celkem		3 173 622	3 360 587	3 323 635
Krátkodobá aktiva				
Zásoby	19	1 747 427	1 772 415	1 746 802
Pohledávky z obchodního styku	21	915 799	579 422	382 712
Splatné daňové pohledávky		7 385	5 234	17 228
Ostatní pohledávky	20	137 080	101 722	86 343
Finanční deriváty	29	236 486	258 450	425 187
Peníze a peněžní ekvivalenty	23	805 503	1 345 628	323 360
Aktiva držaná k prodeji a k rozdělení vlastníkům	4	525 273	62 296	0
Krátkodobá aktiva celkem		4 374 953	4 125 167	2 981 632
Aktiva celkem		7 548 575	7 485 754	6 305 267
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY				
Kapitál a fondy				
Základní kapitál		2 984	2 984	2 984
Kapitálové fondy	24	1 533 118	1 393 554	1 778 617
Kumulované zisky		1 921 501	1 884 709	1 562 753
Vlastní kapitál připadající vlastníku společnosti		3 457 603	3 281 247	3 344 354
Vlastní kapitál připadající vlastníku společnosti		3 457 603	3 281 247	3 344 354
Nekontrolní podíly		11 358	28 128	66 294
Vlastní kapitál celkem		3 468 961	3 309 375	3 410 648
Dlouhodobé závazky				
Bankovní úvěry a půjčky	26	2 252 688	2 253 987	1 526 862
Ostatní závazky		0	125 000	125 000
Závazky z leasingu	27	57 313	1 918	4 828
Odložený daňový závazek	17	248 033	254 752	365 518
Rezervy	13	25 053	36 276	36 687
Ostatní dlouhodobé závazky		905	899	1 642
Dlouhodobé závazky celkem		2 583 992	2 672 832	2 060 537
Krátkodobé závazky				
Závazky z obchodního styku		284 906	323 711	312 637
Krátkodobé bankovní úvěry a kontokorenty	26	36 958	32 253	29 968
Závazky z leasingu	27	6 173	2 910	2 844
Rezervy	13	45 837	37 061	36 104
Splatné daňové závazky		70 127	43 911	84 254
Ostatní závazky	25	394 387	431 206	252 004
Finanční deriváty	29	339 252	570 199	116 271
Závazky související s aktivy drženy k prodeji a k rozdělení vlastníkům	4	317 982	62 296	0
Krátkodobé závazky celkem		1 495 622	1 503 547	834 082
Závazky celkem		4 079 614	4 176 379	2 894 619
Vlastní kapitál a závazky celkem		7 548 575	7 485 754	6 305 267

PRÍLOHA P III: VÝKAZ CASH FLOW CZG ZA ROK 2019

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O PENĚŽNÍCH TOCÍCH ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2019

	Bod	31. 12. 2019 v tis. CZK	31. 12. 2018 v tis. CZK	31. 12. 2017 v tis. CZK
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)				
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním		932 129	751 731	673 650
Úpravy o nepeněžní operace		508 201	356 290	28 186
Odpisy dlouhodobých aktiv	18	412 904	406 689	389 648
Změna stavu opravných položek a rezerv	12, 13	28 534	9 063	49 248
Ztráta z prodeje dlouhodobých aktiv		-3 688	-437	-1 086
Nákladové a výnosové úroky	14, 15	63 023	38 883	-15 458
Úpravy o ostatní nepeněžní operace (manka a škody na majetku a zásobách, nerealizované zisky/ztráty, přecenění derivátových obchodů)		7 428	-97 908	-394 166
Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu		1 440 330	1 108 021	701 836
Změna stavu pracovního kapitálu		-678 604	40 160	-201 403
Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	20, 21, 22	-454 246	-76 283	-2 396
Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	25	-134 519	152 669	19 354
Změna stavu zásob		-89 839	-36 226	-218 361
Peněžní tok z provozní činnosti		761 726	1 148 181	500 433
Vyplacené úroky		-75 555	-42 495	-37 382
Přijaté úroky		16 911	14 193	48 101
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	16	-197 966	-190 826	-120 495
Čistý peněžní tok z provozní činnosti		505 116	929 053	390 657
Peněžní toky z investiční činnosti				
Nabytí dlouhodobých aktiv	18	-274 356	-396 666	-313 934
Příjmy z prodeje dlouhodobých aktiv		4 488	11 034	1 319
Nabytí dceřiných společností	3.5	-164 293	-	-
Příjmy z prodeje dceřiných společností		-1 114	-	-
Čistý peněžní tok z investiční činnosti		-435 275	-385 632	-312 615
Peněžní toky z finančních činností				
Výnosy z vydaných dluhopisů	26	-	750 000	-
Splátky úvěrů a půjček	26	- 216 500	-39 180	- 11 881
Výnosy z úvěrů a půjček	4, 26	254 759	28 494	11 762
Změny vlastního kapitálu		-573 977	-260 467	-97 568
Dividendy vyplacené vlastníkům		-560 000	-255 000	-90 000
Dividendy vyplacené nekontrolním podílům		-13 977	-5 467	-7 568
Čistý peněžní tok z finanční činnosti		-535 718	478 847	-97 687
Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů		-465 313	1 022 268	-19 645
Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	23	1 345 628	323 360	343 005
Vliv směnného kurzu na peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty		564	-	-
Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	23	880 315	1 345 628	323 360

PRÍLOHA P IV: VÝKAZ ZMIEN VK CZG ZA ROK 2019

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZMĚN VLASTNÍHO KAPITÁLU ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCEM 2019

	Základní kapitál		Kapitálové fondy a fondy z přepočtu cizích měn		Kumulované zisky		Vlastní kapitál připadající vlastníkům mateřské společnosti		Nekontrolní podíly		Vlastní kapitál	
	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč
Stav k 1. lednu 2017	2 984	1 569 912	1 199 247	2 772 143	178 922	2 951 065						
Výsledek hospodaření za období	0	0	520 070	520 070	17 947	538 017						
Ostatní úplný výsledek	0	201 903	0	201 903	6 802	208 705						
Úplný výsledek za období celkem	0	201 903	520 070	721 973	24 749	746 722						
Dividendy	0	0	-90 000	-90 000	-7 568	-97 568						
Změna nekontrolních podílů a vlastních podílů	0	6 802	-66 564	-59 762	-129 809	-189 571						
Stav k 31. prosinci 2017	2 984	1 778 617	1 562 753	3 344 354	66 294	3 410 648						
Výsledek hospodaření za období	0	0	588 221	588 221	12 692	600 913						
Ostatní úplný výsledek	0	-377 068	0	-377 068	-7 995	-385 063						
Úplný výsledek za období celkem	0	-377 068	588 221	211 153	4 697	215 850						
Dividendy	0	0	-255 000	-255 000	-5 467	-260 467						
Změna nekontrolních podílů a vlastních podílů	0	-7 995	-11 265	-19 260	-37 396	-56 656						
Stav k 31. prosinci 2018	2 984	1 393 554	1 884 709	3 281 247	28 128	3 309 375						
Zisk za období z pokračujících činností	0	0	728 084	728 084	6 035	734 119						
Zisk z ukončených činností	0	0	15 192	15 192	0	15 192						
Ostatní úplný výsledek	0	139 564	0	139 564	1 331	140 895						
Úplný výsledek za období celkem	0	139 564	743 276	882 840	7 366	890 206						
Dividendy	0	0	-560 000	-560 000	-13 977	-573 977						
Transakce pod společnou kontrolou	0	0	-145 363	-145 363	0	-145 363						
Změna nekontrolních podílů a vlastních podílů	0	0	-1 121	-1 121	-10 159	-11 280						
Stav k 31. prosinci 2019	2 984	1 533 118	1 921 501	3 457 603	11 358	3 468 961						

PRÍLOHA P V: VÝKAZ ZISKU A STRÁT CZG ZA ROK 2018

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY A OSTATNÍHO ÚPLNÉHO VÝSLEDKU ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2018

		31. 12. 2018	31. 12. 2017	31. 12. 2016
	Bod	v tis. CZK	v tis. CZK	v tis. CZK
Výnosy z prodeje zboží, výrobků a služeb	7	5 818 256	4 999 734	4 930 283
Ostatní provozní výnosy	8	72 312	42 308	53 101
Změna stavu zásob hotových výrobků a nedokončené výroby		7 814	245 171	59 355
Aktivace		103 919	116 209	134 422
Spotřeba materiálu, zboží a energie	9	-2 716 074	-2 293 636	-2 321 984
Služby	11	-875 512	-894 834	-693 097
Osobní náklady	10	-1 180 807	-1 075 658	-947 866
Odpisy	19	-406 689	-389 648	-348 586
Ostatní provozní náklady	12	-119 534	-151 372	-68 896
Provozní výsledek hospodaření		703 685	598 274	796 732
Výnosové úroky		13 232	51 721	4 326
Nákladové úroky		-52 116	-36 264	-43 403
Ostatní finanční výnosy	15	246 932	323 135	118 304
Ostatní finanční náklady	16	-160 001	-263 217	-189 640
Podíl na výsledku přidružených podniků		42	428	-155
Výsledek hospodaření před zdaněním		751 774	674 077	686 164
Daň z příjmu	17, 18	-150 861	-136 060	-54 028
Výsledek hospodaření za účetní období		600 913	538 017	632 136
Výsledek hospodaření za účetní období připadající:				
Vlastníku mateřské společnosti		588 221	520 070	559 506
Nekontrolním podílům		12 692	17 947	72 630
Položky, které se mohou následně reklasifikovat do výkazu zisku a ztrát:				
Přecenění reálné hodnoty derivátů		-403 353	253 764	-24 721
Přecenění cizí měny zahraničních jednotek		18 290	-45 059	5 439
Ostatní úplný výsledek:		-385 063	208 705	-19 282
Úplný výsledek hospodaření za účetní období		215 850	746 722	612 854
Úplný výsledek hospodaření za účetní období připadající:				
Vlastníku mateřské společnosti		211 153	721 973	542 150
Nekontrolním podílům		4 697	24 749	70 704
Čistý zisk na akcii přiřaditelní vlastníku mateřské společnosti (tis. Kč na akcii)				
Základní		20	17	19
Zředěný		20	17	19

PRÍLOHA P VI: VÝKAZ O FINANČNEJ SITUÁCIÍ CZG ZA ROK 2018

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÍ SITUACI K 31. PROSINCI 2018

		31. 12. 2018	31. 12. 2017	31. 12. 2016	1. 1. 2016
	Bod	v tis. CZK	v tis. CZK	v tis. CZK	v tis. CZK
AKTIVA					
Dlouhodobá aktiva					
Pozemky, budovy a zařízení	19	2 108 476	1 980 045	1 946 146	1 841 765
Nehmotná aktiva	19	922 433	1 009 446	1 113 400	1 212 009
Dlouhodobé pohledávky		48 348	52 856	138 263	129 284
Cenné papíry a podíly v ekvivalenci		644	602	175	0
Odložená daňová pohledávka		0	0	3 710	0
Goodwill	19	280 686	280 686	280 686	280 686
Dlouhodobá aktiva celkem		3 360 587	3 323 635	3 482 380	3 463 744
Krátkodobá aktiva					
Zásoby	21	1 772 415	1 746 802	1 575 053	1 447 641
Pohledávky z obchodního styku	22	579 422	382 712	404 490	337 329
Splatné daňové pohledávky		5 234	17 228	58 782	11 430
Ostatní pohledávky	22	360 172	511 530	151 954	131 525
Hotovost a peníze na bankovních účtech	23	1 345 628	323 360	343 005	263 925
Aktiva držena k prodeji	20	62 296	0	0	0
Krátkodobá aktiva celkem		4 125 167	2 981 632	2 533 284	2 191 850
Aktiva celkem		7 485 754	6 305 267	6 015 664	5 655 594
VLASTNÍ KAPITÁL A ZÁVAZKY					
Kapitál a fondy					
Základní kapitál		2 984	2 984	2 984	2 984
Kapitálové fondy	24	1 393 554	1 778 617	1 569 912	1 589 194
Kumulované zisky		1 884 709	1 562 753	1 199 247	730 474
Vlastní kapitál připadající vlastníku společnosti		3 281 247	3 344 354	2 772 143	2 322 652
Vlastní kapitál připadající vlastníku společnosti		3 281 247	3 344 354	2 772 143	2 322 652
Nekontrolní podíly		28 128	66 294	178 922	148 597
Vlastní kapitál celkem		3 309 375	3 410 648	2 951 065	2 471 249
Dlouhodobé závazky					
Bankovní úvěry a půjčky	26	2 253 987	1 526 862	1 526 991	1 188 956
Ostatní závazky	31	125 000	125 000	195 000	295 000
Závazky z finančního leasingu	27	1 918	4 828	7 012	10 023
Odložený daňový závazek	18	254 752	365 518	344 244	416 487
Rezervy	14	36 276	36 687	19 173	32 246
Ostatní dlouhodobé závazky		899	1 642	1 727	1 991
Dlouhodobé závazky celkem		2 672 832	2 060 537	2 094 147	1 944 703
Krátkodobé závazky					
Závazky z obchodního styku		323 711	312 637	421 289	389 279
Krátkodobé bankovní úvěry a kontokorenty	26	32 253	29 968	28 090	210 494
Závazky z finančního leasingu	27	2 910	2 844	3 411	8 011
Rezervy	14	37 061	36 104	51 267	38 836
Splatné daňové závazky		43 911	84 254	40 269	35 519
Ostatní závazky	25	1 001 405	368 275	426 126	557 503
Závazky související s aktivy drženy k prodeji	20	62 296	0	0	0
Krátkodobé závazky celkem		1 503 547	834 082	970 452	1 239 642
Závazky celkem		4 176 379	2 894 619	3 064 599	3 184 345
Vlastní kapitál a závazky celkem		7 485 754	6 305 267	6 015 664	5 655 594

PRÍLOHA P VII: VÝKAZ CASH FLOW CZG ZA ROK 2018

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ O PENĚŽNÍCH TOCÍCH ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCE 2018

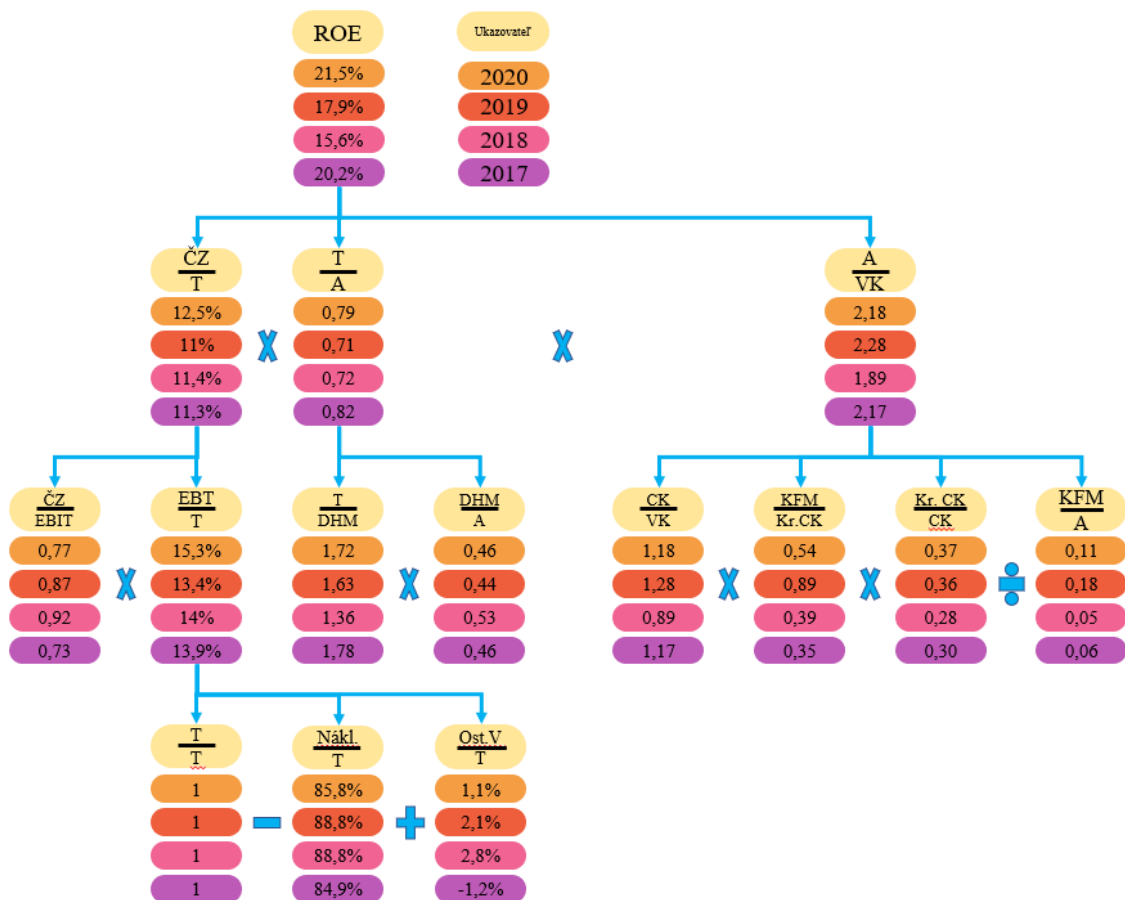
	31. 12. 2018 v tis. CZK	31. 12. 2017 v tis. CZK	31. 12. 2016 v tis. CZK
Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	323 360	343 005	263 925
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)			
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	751 731	673 650	686 320
Úpravy o nepeněžní operace	356 290	28 186	189 608
Odpisy stálých aktiv	406 689	389 648	348 586
Změna stavu opravných položek a rezerv	9 063	49 248	-86
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-437	-1 086	-5 155
Nákladové a výnosové úroky	38 883	-15 458	39 076
Opravy o ostatní nepeněžní operace (manka a škody na majetku a zásobách, nerealizované zisky/ztráty, přecenění derivátových obchodů)	-97 908	-394 166	-192 813
Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu	1 108 021	701 836	875 928
Změna stavu pracovního kapitálu	40 160	-201 403	-296 006
Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	-76 283	-2 396	-97 890
Změna stavu závazků a časového rozlišení pasiv	152 669	19 354	-56 263
Změna stavu zásob	-36 226	-218 361	-141 853
Peněžní tok z provozní činnosti	1 148 181	500 433	579 922
Vyplacené úroky	-42 495	-37 382	-24 286
Přijaté úroky	14 193	48 101	22
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-190 826	-120 495	-112 735
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	929 053	390 657	442 923
Peněžní toky z investiční činnosti			
Nabytí stálých aktiv	-396 666	-313 934	-274 849
Příjmy z prodeje stálých aktiv	11 034	1 319	6 696
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-385 632	-312 615	-268 153
Peněžní toky z finančních činností			
Změna stavu závazků z financování	739 314	-119	52 931
Změny vlastního kapitálu	-260 467	-97 568	-148 621
Dividendy vyplacené vlastníkům	-255 000	-90 000	-140 000
Dividendy vyplacené nekontrolním podílům	-5 467	-7 568	-8 621
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	478 847	-97 687	-95 690
Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	1 022 268	-19 645	79 080
Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	1 345 628	323 360	343 005

PRÍLOHA P VIII: VÝKAZ ZMIEN VK CZG ZA ROK 2018

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZMĚN VLASTNÍHO KAPITÁLU ZA ROK KONČÍCÍ 31. PROSINCEM 2018

	Základní kapitál	Kapitálové fondy a fondy z přepočtu cizích měn	Kumulované zisky	Vlastní kapitál připadající vlastníku mateřské společnosti	Nekontrolní podíly	Vlastní kapitál
	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč	v tis. Kč
Stav k 1. lednu 2016	2 984	1 589 194	730 474	2 322 652	148 597	2 471 249
Dividendy	0	0	-140 000	-140 000	-8 621	-148 621
Výsledek hospodaření za období	0	0	559 506	559 506	72 630	632 136
Ostatní úplný výsledek	0	-17 356	0	-17 356	-1 926	-19 282
Změna nekontrolních podílů a vlastních podílů	0	-1 926	49 267	47 341	-31 758	15 583
Stav k 31. prosinci 2016	2 984	1 569 912	1 199 247	2 772 143	178 922	2 951 065
Dividendy	0	0	-90 000	-90 000	-7 568	-97 568
Výsledek hospodaření za období	0	0	520 070	520 070	17 947	538 017
Ostatní úplný výsledek	0	201 903	0	201 903	6 802	208 705
Změna nekontrolních podílů a vlastních podílů	0	6 802	-66 564	-59 762	-129 809	-189 571
Stav k 31. prosinci 2017	2 984	1 778 617	1 562 753	3 344 354	66 294	3 410 648
Dividendy	0	0	-255 000	-255 000	-5 467	-260 467
Výsledek hospodaření za období	0	0	588 221	588 221	12 692	600 913
Ostatní úplný výsledek	0	-377 068	0	-377 068	-7 995	-385 063
Změna nekontrolních podílů a vlastních podílů	0	-7 995	-11 265	-19 260	-37 396	-56 656
Stav k 31. prosinci 2018	2 984	1 393 554	1 884 709	3 281 247	28 128	3 309 375

PRÍLOHA P IX: PYRAMÍDOVÝ ROZKLAD UKAZOVATEĽA ROE



PRÍLOHA X: VÝSLEDOK REGRESNEJ ANALÝZY

VÝSLEDEK								
<i>Regresní statistika</i>								
Násobné R	0,892297073							
Hodnota spoľehlivosti R	0,796194066							
Nastavená hodnota spoľehlivosti R	0,78600377							
Chyba stŕ. hodnoty	0,210349722							
Pozorování	22							
ANOVA								
	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>			
Regrese	1	3,457132251	3,457132251	78,1325697	0,0000000241			
Rezidua	20	0,884940112	0,044247006					
Celkem	21	4,342072364						
	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stŕ. hodnoty</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	-0,087055163	0,067365064	-1,292289478	0,210989405	-0,227576223	0,053466	-0,22758	0,053466
Background checks	1,893241744	0,214185476	8,839262962	0,000000002	1,446458671	2,340025	1,446459	2,340025
REZIDUA								
					PRAVDĚPODOBNOST			
<i>Pozorování</i>	<i>Očekávané</i>	<i>Celkom</i>	<i>Rezidua</i>	<i>Normovaná rezidua</i>	<i>Percentil</i>	<i>Celkom</i>		
1	0,038410692		-0,001410692	-0,006872027	2,272727273	-0,126		
2	-0,31369551		0,43769551	2,132184582	6,818181818	-0,073		
3	-0,171089215		0,045089215	0,219647053	11,36363636	0,002		
4	0,007500775		-0,080500775	-0,392150495	15,90909091	0,01		
5	0,240286035		-0,230286035	-1,121812589	20,45454545	0,014		
6	0,281303691		-0,243303691	-1,185226641	25	0,037		
7	0,11445298		-0,11245298	-0,547802078	29,54545455	0,038		
8	0,180981559		-0,022981559	-0,111952085	34,09090909	0,042		
9	0,155449911		-0,048449911	-0,236018309	38,63636364	0,107		
10	0,191197336		-0,083197336	-0,405286489	43,18181818	0,108		
11	0,056702832		-0,042702832	-0,208022057	47,72727273	0,124		
12	0,205864574		-0,163864574	-0,798247892	52,27272727	0,158		
13	0,383050018		-0,192050018	-0,935550122	56,81818182	0,173		
14	0,602975734		-0,429975734	-2,094578556	61,36363636	0,191		
15	0,697368743		0,155631257	0,758140209	65,90909091	0,578		
16	0,380834683		0,332165317	1,618106084	70,45454545	0,65		
17	0,511019329		0,290980671	1,417479698	75	0,66		
18	1,238772211		0,214227789	1,043586643	79,54545455	0,713		
19	1,412652873		-0,06652873	-0,324691994	84,09090909	0,802		
20	0,511467291		0,066532709	0,324106627	88,63636364	0,853		
21	0,500309752		0,159690248	0,777913128	93,18181818	1,346		
22	0,634183704		0,015816296	0,07704731	97,72727273	1,453		

PRÍLOHA XI: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A STRÁT

v tis. Kč	2020	2021	2022
Výnosy z predaja tovaru výrobkov a služieb (Tržby)	6 856 854	12 959 454	14 612 569
Ostatné prevádzkové výnosy	75 425	142 554	160 738
Zmena stavu zásob hotových výrobkov a nedokončenej výroby	61 712	116 635	131 513
Aktivácia	150 851	285 108	321 477
Spotreba surovín a materiálu	-3 359 859	-6 350 133	-7 160 159
Služby	-891 391	-1 684 729	-1 899 634
Osobné náklady	-1 199 949	-2 267 904	-2 557 200
Odpisy	-398 214	-668 122	-666 810
Ostatné prevádzkové náklady	-116 567	-220 311	-248 414
Prevádzkový výsledok hospodárenia	1 178 863	2 312 553	2 694 081
Výnosové úroky	34 284	64 797	73 063
Nákladové úroky	-116 567	-220 311	-248 414
Ostatné finančné výnosy	431 982	816 446	920 592
Ostatné finančné náklady	-397 698	-751 648	-847 529
Výsledok hospodárenia pred zdanením	1 130 865	2 221 837	2 591 793
Daň z príjmu	-214 864	-422 149	-492 441
Zisk za obdobie	916 000	1 799 688	2 099 352

**PRÍLOHA XII: PLÁNOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÝCH TOKOCH –
AKTÍVA**

v tis. Kč	2020	2021	2022
Aktíva	8 887 736	16 475 747	18 408 325
Pozemky, budovy a zariadenia	2 252 429	3 775 164	3 922 459
Nehmotné aktíva	761 015	1 394 941	1 238 887
Dlhodobé pohľadávky	56 358	106 516	120 103
Cenné papiery a podiely v ekvivalencií	17 160	17 160	17 160
Odložená daňová pohľadávka	1 464	1 464	1 464
Goodwill	280 686	280 686	280 686
Dlhodobé aktíva celkom	3 369 111	5 575 932	5 580 759
Zásoby	1 784 661	3 515 030	4 043 478
Pohľadávky z obchodného styku	751 436	1 491 225	1 761 515
Splatné daňové pohľadávky	18 786	35 505	40 034
Ostatné pohľadávky	150 287	284 043	320 275
Finančné deriváty	300 574	568 086	640 551
Peniaze a peňažné ekvivalenty	2 512 881	5 005 926	6 021 712
Obežné aktíva celkom	5 518 625	10 899 815	12 827 566

**PRÍLOHA XIII: PLÁNOVANÝ VÝKAZ O FINANČNÝCH TOKOCH –
PASÍVA**

v tis. Kč	2020	2021	2022
Pasíva	8 887 736	16 475 747	18 408 325
Základný kapitál	2 984	2 984	2 984
Kapitálové fondy	1 533 118	1 533 118	1 533 118
Kumulované zisky	2 379 501	3 585 292	4 991 858
Emisné ážio	812 000	812 000	812 000
Vlastný kapitál pripadajúci vlastníkom spoločnosti	4 727 603	5 933 394	7 339 960
Nekontrolné podiely	11 358	11 358	11 358
Vlastný kapitál celkom	4 738 961	5 944 752	7 351 318
Bankovné úvery a pôžičky	2 252 688	7 252 688	7 252 688
Ostatné záväzky	0	0	0
Záväzky z leasingu	57 313	57 313	57 313
Odložený daňový záväzok	248 033	248 033	248 033
Rezervy	25 053	25 053	25 053
Ostatné dlhodobé záväzky	905	905	905
Dlhodobé záväzky celkom	2 583 992	7 583 992	7 583 992
Záväzky z obchodného styku	394 504	745 612	840 723
Krátkodobé bankovné úvery a kontokorekcie	37 572	71 011	80 069
Záväzky z leasingu	18 786	35 505	40 034
Rezervy	56 358	106 516	120 103
Splatné daňové záväzky	80 697	106 574	270 261
Ostatné záväzky	507 219	994 150	1 120 964
Finančné deriváty	469 648	887 634	1 000 861
Krátkodobé záväzky celkom	1 564 783	2 947 003	3 473 015
Záväzky celkom	4 148 775	10 530 995	11 057 007

PRÍLOHA XIV: PLÁNOVANÝ VÝKAZ CASH FLOW

	v tis. Kč	2020	2021	2022
	Stav peňažných prostriedkov na začiatku obdobia	805 503	2 512 881	5 005 926
Peňažný tok z prevádzkovej činnosti	KPVH pred zdanením	1 178 863	2 312 553	2 694 081
	Daň pripadajúca na KPVH	223 984	439 385	511 875
	KPVH po dani	954 879	1 873 168	2 182 205
	Úprava o nepeňažnú operáciu - odpisy	398 214	668 122	666 810
	Úprava OA - zmena stavu pohľadávok	128 719	-940 422	-324 639
	Úprava CK - zmena stavu krátkodobých záväzkov	256 134	930 795	403 728
	Úprava OA - zmena stavu zásob	-37 234	-1 730 369	-528 448
	Peňažný tok z prevádzkovej činnosti celkom	1 700 712	801 292	2 399 656
Investičná činnosť	Nadobudnutie DM prevádzkovo nutného	-582 667	-2 824 784	-658 051
Peňažný tok z majetku	Peňažný tok z prevádzkového majetku celkom	1 118 045	-2 023 492	1 741 605
Náklady na CK	Platba nákladových úrokov	-116 567	-220 311	-248 414
Peňažný tok z neprevádzkového majetku	Výnosové úroky	34 284	64 797	73 063
	Ostatné finančné výnosy	431 982	816 446	920 592
	Rozdiel v platbe dane oproti dani z KPVH	9 120	17 236	19 435
	Ostatné finančné náklady	-397 698	-751 648	-847 529
	Peňažný tok z neprevádzkového majetku celkom	77 688	146 831	165 560
Peňažný tok z finančnej činnosti	Výnosy z vydaných akcií	812 000	0	0
	Zmena stavu dlhodobých bankovních úverov	0	0	0
	Zmena stavu krátkodobých úverov	614	33 439	9 058
	zmena stavu derivátov	66 307	150 475	40 762
	Úprava OA - zmena stavu aktív držaných k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	525 273	0	0
	Úprava CZ - zmena stavu aktív držaných k predaju a k rozdeleniu vlastníkom	-317 982	0	0
	Zmena stavu dlhopisov	0	5 000 000	0
	Výplata dividend a podielov na zisku	-458 000	-593 897	-692 786
	Peňažný tok z finančnej činnosti celkom	628 212	4 590 017	-642 966
Peňažný tok celkom	Peňažný tok celkom	1 707 378	2 493 045	1 015 786
tok celkom	Stav peňažných prostriedkov na konci obdobia	2 512 881	5 005 926	6 021 712

PRÍLOHA XV: VÝVOJ CENY A SKÓRE RELATÍVNEHO OCEŇOVANIA V RÔZNYCH KATEGÓRIÁCH

