



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ
FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV FINANCÍ
INSTITUTE OF FINANCES

**STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU VÝNOSOVOU
METODOU**
VALUATION OF THE FIRM BY USING INCOME CAPITALIZATION APPROACH

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTORPRÁCE
AUTHOR

Bc. Šárka Sklenářová

VEDOUcí PRÁCE
SUPERVISOR

Ing. Michal Karas, Ph.D.

BRNO 2020

Zadání diplomové práce

Ústav:	Ústav financí
Studentka:	Bc. Šárka Sklenářová
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Účetnictví a finanční řízení podniku
Vedoucí práce:	Ing. Michal Karas, Ph.D.
Akademický rok:	2019/20

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce a metody zpracování
Teoretická východiska ohodnocení podniku
Strategická a finanční analýza podniku
Prognóza generátorů hodnoty
Návrh finančního plán
Náklady kapitálu
Návrh výsledného ocenění
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Cílem práce je stanovit hodnotu podniku s použitím metody DCF entity. Za tímto účelem provede studentka finanční analýzu za posledních 5 let, dáte strategickou analýzu a sestaví finanční plán, provede odhad diskontní sazby a sestaví výsledné ocenění.

Základní literární prameny:

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ a K. ŠTEKER. Finanční analýza: Komplexní průvodce s příklady. 2. rozš. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 240 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy. 4., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2018. 551 s. ISBN 978-80-87865-38-5.

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

MALLYA, T. Základy strategického řízení a rozhodování. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2019/20

V Brně dne 29.2.2020

L. S.

.....
doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.

ředitel

.....
doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.

děkan

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku Crystalex CZ, s.r.o. pomocí výnosových metod, a to metodou diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty. Teoretická část je zaměřena na teoretická východiska nezbytná pro stanovení hodnoty podniku. V analytické části je provedena strategická a finanční analýza podniku, prognóza generátorů hodnoty, stanoven finanční plán a na závěr provedeno samotné ocenění podniku k 1. 1. 2019.

Abstract

The diploma thesis deals with estimation of the value of the company Crystalex CZ, s.r.o. using income capitalization approach, namely the method of discounted cash flow and economic value added. The theoretical part is focused on the theoretical basis necessary to determine the value of the company. In the analytical part a strategic and financial analysis of the company is performed, a prognosis of value drivers, a financial plan is set out, and finally the valuation of the company as of 1. 1. 2019 is performed.

Klíčová slova

strategická analýza, finanční analýza, generátory hodnoty, finanční plán, diskontovaný peněžní tok, ekonomická přidaná hodnota, průměrné vážené náklady kapitálu

Key words

strategic analysis, financial analysis, value drivers, financial plan, discounted cash flow, economic value added, weighted average cost of capital

Bibliografická citace

SKLENÁŘOVÁ, Šárka. *Stanovení hodnoty podniku výnosovou metodou* [online]. Brno, 2020 [cit. 2020-05-10]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/127411>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav financí. Vedoucí práce Michal Karas.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 15. května 2020

.....
podpis autora

Poděkování

Tímto bych chtěla poděkovat panu Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D. za jeho odbornou pomoc, cenné rady a připomínky při vedení mé práce.

OBSAH

ÚVOD.....	11
1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ.....	12
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE.....	13
2.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	13
2.2 HLADINY HODNOTY PODNIKU	14
2.3 HODNOTA PODNIKU	14
2.4 KATEGORIE HODNOTY.....	15
2.4.1 Tržní hodnota.....	15
2.4.2 Investiční (subjektivní) hodnota	15
2.4.3 Spravedlivá hodnota	16
2.4.4 Objektivizovaná hodnota.....	16
2.4.5 Kolínská škola	16
2.5 METODY PRO FINANČNÍ OCENĚNÍ PODNIKU	17
2.6 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	18
2.7 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	19
2.8 STRATEGICKÁ ANALÝZA	20
2.8.1 SLEPTE analýza.....	20
2.8.2 Model „7S“	21
2.8.3 Porterův model pěti sil.....	21
2.8.4 SWOT analýza.....	22
2.9 FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU	23
2.9.1 Horizontální a vertikální analýza.....	23
2.9.2 Analýza poměrových ukazatelů	24
2.9.3 Hodnocení výsledků finanční analýzy.....	28
2.10 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ	28
2.10.1 Provozně nutný investovaný kapitál	29
2.11 ANALÝZA A PROGNOZA GENERÁTORŮ HODNOTY	30
2.11.1 Tržby	31
2.11.2 Provozní zisková marže	31
2.11.3 Pracovní kapitál	32

2.11.4	Investice do dlouhodobého majetku	32
2.12	PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	33
2.13	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	34
2.13.1	Postup sestavování finančního plánu pro ocenění	35
2.14	OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	36
2.14.1	Metoda diskontovaného cash flow (DCF)	36
2.14.2	Cash flow pro metodu DCF entity	37
2.14.3	Investice pro výpočet FCFF	38
2.14.4	Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu	39
2.14.5	Diskontní míra pro metodu DCF	43
2.15	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY (EVA).....	45
3	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	48
3.1	ZÁKLADNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI	48
4	STRATEGICKÁ ANALÝZA	50
4.1	VYMEZENÍ RELEVANTNÍHO TRHU	50
4.2	SLEPTE ANALÝZA	53
4.3	PORTERŮV MODEL PĚTI SIL.....	60
4.4	ANALÝZA VNITŘNÍHO PROSTŘEDÍ	65
4.5	FINANČNÍ ANALÝZA	67
4.5.1	Analýza absolutních ukazatelů	67
4.5.2	Analýza poměrových ukazatelů	73
4.5.3	Bonitní a bankrotní modely	80
4.5.4	Zhodnocení finanční analýzy	82
4.6	SWOT ANALÝZA	83
5	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	84
5.1	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ (KPVH).....	85
6	PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	86
6.1	PROGNÓZA TRŽEB	86
6.1.1	Prognóza tržeb relevantního trhu.....	86
6.1.2	Prognóza tržeb podniku	90

6.2	PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE.....	91
6.3	PROGNÓZA PRACOVNÍHO KAPITÁLU.....	93
6.4	INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU.....	94
6.4.1	Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	97
6.5	PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	98
7	NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU.....	100
7.1	PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY	100
7.2	PLÁNOVANÁ ROZVAHA	101
7.3	PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ.....	103
7.4	FINANČNÍ ANALÝZA FINANČNÍHO PLÁNU	105
8	NÁKLADY KAPITÁLU	107
8.1	NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL.....	107
8.2	NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL	107
8.3	PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU (WACC).....	109
9	NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ	110
9.1	METODA DCF ENTITY.....	110
9.2	OCENĚNÍ METODOU EVA.....	113
	ZÁVĚR	115
	SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ	116
	SEZNAM OBRÁZKŮ.....	123
	SEZNAM GRAFŮ	124
	SEZNAM TABULEK	125
	SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK.....	128
	SEZNAM PŘÍLOH.....	130

ÚVOD

Diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku. Stanovení hodnoty podniku neboli získání představy o hodnotě podniku vyjádřené v penězích, je velmi náročný a složitý proces založený na komplexním souboru postupů, podložených získáním dostatečných relevantních dat a údajů o konkrétním podniku a jeho okolí. Oceňování podniku může být vyžadováno z různých podnětů. Nejčastějšími jsou prodej či koupě podniku, zjištění hodnoty podniku pro procesy fúze, odštěpení nebo změny právní formy, ale tento proces je důležitý i pro vlastníky a samotné akcionáře, kteří chtějí znát tržní hodnotu svého podniku a tím efektivitu jejich vložených prostředků.

Celý postup ocenění podniku se skládá z několika na sebe navazujících fází, které vedou k získání konkrétní výsledné hodnoty podniku. Prvotní fází je získání teoretických znalostí a jejich aplikace na konkrétní podnik. Následnou a velmi důležitou fází, která je východiskem výpočtů pro ocenění, je strategická a finanční analýza, které slouží pro posouzení celkového stavu podniku, finančního zdraví, postavení na trhu. V této fázi je vysloven předpoklad, zda je podnik schopen tvořit hodnotu a zda je dlouhodobě perspektivní. Důležité je mít co nejvíce objektivní a přesná data, neboť tyto proměnné mají podstatný vliv na hodnotu ocenění. V konečné fázi se přistoupí k ocenění podniku zvolenou metodou vycházející z důvodu ocenění podniku. V této fázi často vystupuje subjektivní přístup a postoj oceňovatele a získáváme tak odhad oceňovatele podložený věrohodnou a zdůvodněnou prognózou o budoucím trvání podniku.

Tématem této diplomové práce je stanovení objektivizované hodnoty podniku společnosti Crystalex CZ, s.r.o., zabývající se zpracováním a prodejem užitkového a dekorativního skla. Hodnota společnosti bude stanovena pomocí výnosového ocenění, a to prostřednictvím metody diskontovaného cash flow a ekonomické přidané hodnoty ke dni 1. 1. 2019.

1 CÍLE PRÁCE A METODY ZPRACOVÁNÍ

Cílem diplomové práce je stanovit hodnotu podniku Crystalex CZ, s.r.o. pomocí výnosových metod diskontovaného cash flow ve variantě entity a EVA ke dni 1. 1. 2019.

K naplnění hlavního cíle je potřeba splnění dílčích cílů, kterými jsou provedení strategické a finanční analýzy podniku za posledních 5 let, dále je nutné sestavit finanční plán, určit náklady kapitálu podniku a aplikovat výnosové metody diskontovaného cash – flow.

V diplomové práci jsou použity zdroje z odborné literatury, na kterých jsou postaveny teoretické poznatky.

Dosažení dílčích cílů bude na základě následujících metod zpracování:

- deskripce, na základě které, budou popsány pojmy potřebné pro účely ocenění,
- analýzy, která bude použita v rámci strategické analýzy,
- komparace v rámci finanční analýzy,
- syntézy použité u SWOT matice,
- matematicko-statistické metody, které budou použity v rámci generátorů hodnoty.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

Tato kapitola je zaměřena na základní teoretická východiska, která jsou nezbytná pro stanovení hodnoty podniku.

2.1 Podnik jako předmět ocenění

Pro ocenění podniku, je nejprve potřeba vymezit samotný pojem podnik. Podnik je v literatuře vymezován různými způsoby. Pro potřeby ocenění mají však největší význam definice uváděné v zákoně. Nový občanský zákoník nahradil pojem podnik novým pojmem obchodní závod a je definován v § 502 (1).

„Obchodní závod (dále jen „závod“) je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu“ (2, § 502).

Definice obchodního závodu je dále založena na pojmech „podnikatel“ a „jmění“.

„Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele“ (2, § 420).

„Souhrn všeho, co osobě patří, tvoří její majetek. Jmění osoby tvoří souhrn jejího majetku a jejich dluhů“ (2, § 495).

Z těchto definic vyplývá, že oceňujeme tedy podnik, nikoliv obchodní společnost jako právní subjekt. Dále je nutno na podnik nahlížet jako na organizovaný soubor a při oceňování je potřeba pohlížet na podnik z ekonomického hlediska jako na funkční celek. To znamená, že podnik je podnikem jen tehdy, pokud plní svůj základní účel, a to dosahuje zisk. Při oceňování podniku, je také důležité mít na paměti, že podnik, resp. obchodní závod netvoří pouze majetek podnikatele, ale také dluhy (1).

2.2 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat na různých hladinách:

- Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako podnikatelské jednotky, která zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Podle občanského zákoníku hodnota brutto přibližně odpovídá pojmu obchodní majetek.
- Hodnota netto – jedná se o ocenění na úrovni vlastníků podniku. Rozumíme tím tedy hodnotu kapitálu, který do podniku vložili vlastníci. Této hladině dříve podle obchodního zákoníku odpovídal pojem čistý obchodní majetek. Podle nového občanského zákoníku není zatím pro označení hladiny netto k dispozici vhodný pojem. Proto je jednodušší o ní hovořit jako o ocenění vlastního kapitálu (1).

2.3 Hodnota podniku

V ekonomickém slova smyslu lze hodnotu chápat jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota však vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života, a to, že lidské potřeby nemají hranice a že jsou omezeny zdroje k uspokojení lidských potřeb. Tato hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho **užitnou hodnotu**, která závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech vlastníka daného předmětu. To znamená, že pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota.
- Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy **směnnou hodnotu**. Pokud jsou dodrženy další podmínky, může být tato hodnota základem tržní ceny (1).

„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu“ (1 s. 24).

2.4 Kategorie hodnoty

Na základě předchozích úvah můžeme rozlišit několik základních bází hodnoty podniku:

- tržní hodnota,
- investiční (subjektivní) hodnota,
- spravedlivá hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy (1).

2.4.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota je odpovědí na otázku, kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu, pokud existuje trh s podniky nebo trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na takovém trhu se vytvářejí podmínky pro vznik tržní ceny, kterou můžeme označit jako tržní hodnotu. Náplní tohoto pojmu se věnuje mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee, která vypracovává Mezinárodní oceňovací standardy, kde tržní hodnotu definují (1). „*Tržní hodnota (Market Value) je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku*“ (1 s. 26).

Je důležité upozornit, že se vždy jedná pouze o odhad, protože tržní cena se dnes a zítra může lišit podle rizika trhu. Žádný odhad nemůže být zárukou proti změnám, které probíhají na trhu (3).

2.4.2 Investiční (subjektivní) hodnota

Subjektivní hodnota odpovídá na otázku, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního subjektu. Hodnota je dána očekávanými užitky z majetku po konkrétního kupujícího, prodávajícího nebo stávajícího vlastníka. Subjektivní hodnota je definována

v Mezinárodních oceňovacích standardech (1). „*Investiční hodnota (Investment Value) je hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s ohledem na individuální investiční nebo povozní cíle*“ (1 s. 34). Subjektivní hodnota je především dána subjektivními názory a představami řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora (1).

2.4.3 Spravedlivá hodnota

Spravedlivá hodnota je odpovědí na otázku, za jakou hodnotu by bylo spravedlivé, aby byl podnik převeden mezi konkrétní dvojicí subjektů. U této báze hodnoty je významný problém s anglickým označením fair value, což neznámá to samé jako fair value pro účetní výkaznictví. Proto v Mezinárodních oceňovacích standardech 2017 došlo ke změně označení na equitable value. Spravedlivá hodnota tedy představuje odhad ceny, která je spravedlivá mezi dvěma konkrétními stranami a zohledňuje při tom výhody nebo nevýhody, které může každá strana z transakce získat (1).

2.4.4 Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota odpovídá na otázku, jakou hodnotu lze považovat za relativně méně spornou. Podle německých oceňovacích standardů je definována takto: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotou, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“ (1 s. 35).

2.4.5 Kolínská škola

Kolínská škola je zastáncem názoru, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Rozeznává tedy několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

- funkci poradenskou,

- funkci rozhodčí,
- funkci argumentační,
- funkci komunikační,
- funkci daňovou (1).

2.5 Metody pro finanční ocenění podniku

Lze konstatovat, že po teoretické stránce jsou metody používané pro oceňování podniků dostatečně rozpracované a v současné praxi existuje mnoho modelů oceňování, se kterými se lze v praxi ve světě setkat (3).

1. Ocenění na základě analýzy výnosů

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- Kombinované (korigované) výnosové metody,
- Metoda ekonomické přidané hodnoty.

2. Ocenění na základě analýzy trhu

- Ocenění na základě tržní kapitalizace,
- Ocenění na základě srovnatelných podniků,
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu,
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí,
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů.

3. Ocenění na základě analýzy majetku

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen,

- Substituční hodnota na principu nákladů znovupořízení,
- Substituční hodnota na principu úspory nákladů,
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot,
- Likvidační hodnota (1).

Nejvhodnější je použít metody ze všech tří základních skupin a výsledné ocenění by pak mělo být tvořivou syntézou výsledků jednotlivých metod (1).

2.6 Postup při oceňování podniku

Klíčovým problémem na počátku práce je vymezení účelu, pro který se ocenění zpracovává. Cíl práce se pak stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se dále pracuje (3).

Pro kvalitní ocenění je důležité mít k dispozici nejen informace z podniku, ale zároveň o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroprostředí a mikroprostředí.

Po fázi shromažďování dat následuje fáze analytická, která obsahuje analýzu makroekonomickou, analýzu odvětví a finanční analýzu podniku (3).

Na základě předchozí analýzy bychom teprve měli zvolit vhodné metody ocenění a v závislosti na této volbě provést další kroky potřebné již pro konkrétní vybrané metody (1).

Postup ocenění je třeba modifikovat podle konkrétních podmínek, především podle konkrétního podnětu, báze zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat apod. Podle Maříka je doporučován následující postup:

„1) Sběr vstupních dat

2) Analýza dat

a) Strategická analýza

b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku

c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná

d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty

e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty, nebo alespoň otestování schopnosti podniku tvořit v budoucnosti hodnotu na základě generátorů hodnoty

3) Sestavení finančního plánu

4) Ocenění

a) Volba metody

b) Ocenění podle zvolených metod

c) Souhrnné ocenění“ (1 s. 71)

2.7 Sběr vstupních dat

Ocenění je především otázkou přiměřených vstupních dat. Nejprve je důležité zjistit základní data o podniku, název podniku, právní formu, předmět podnikání (př. třídění podle CZ-NACE), strukturu a informace o historii. Dále pak jsou důležitá ekonomická data. Jde o účetní výkazy za posledních 3 až 5 let, výroční zprávy, zprávy auditorů a pokud existují, tak podnikové plány. V dalším kroku je vymezen trh, na kterém se podnik pohybuje, jeho velikost a vývoj, provede se segmentace trhu a určí faktory vývoje trhu. Je nezbytné také zjistit údaje o konkurenci, o substitutech výrobků, identifikovat bariéry vstupu do odvětví a poměřit síly podniku k dodavatelům a odběratelům. Neméně důležitými údaji jsou data o struktuře odbytu, cenové politice, reklamě, výdajů na reklamu a srovnání těchto údajů s konkurencí. Dále se sbírají data o dodavatelích, majetku, technologiích, zásobách. Rovněž se bere ohled na strukturu pracovníků, situaci na trhu práce, fluktuaci pracovníků, produktivitu práce a personální náklady. Je nutno zdůraznit, že tyto údaje nejsou vymezeny taxativně, ale mohou se lišit v závislosti na typu podniku a smyslu ocenění (1).

2.8 Strategická analýza

Hlavní funkcí strategické analýzy při oceňování podniku je stanovit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál vyjadřuje šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí podniku. Vnitřní potenciál zjišťuje, jak je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům, tedy jeho hlavní silné a slabé stránky (1).

2.8.1 SLEPTE analýza

Analýza SLEPTE je jednou z analýz vnějšího prostředí společnosti, která je zaměřena na sociální a politické faktory, právní, ekonomické, technické a technologické a ekologické faktory, které ovlivňují podnikatelské prostředí společnosti. Do této analýzy jsou zařazeny ty jevy, které by mohly pro společnost z hlediska dalšího vývoje představovat hrozby nebo příležitosti (4).

Sociální faktory mohou výrazně ovlivňovat nejen poptávku po zboží a službách, ale i nabídku, proto je užitečné působení těchto faktorů. Mezi sociální faktory se zahrnují demografické a kulturní jevy, je zkoumáno obyvatelstvo jako celek, věková struktura apod. (5).

Legislativní faktory. Velký význam při analýze legislativních faktorů má role státu. Existuje řada zákonů, právních norem, vyhlášek, které vymezují nejen prostor pro podnikání, ale i ochranu spotřebitelů a životního prostředí (5).

Ekonomické faktory je třeba analyzovat, protože míra ekonomického růstu ovlivňuje úspěšnost podniku na trhu. Podnik je ovlivňován vývojem makroekonomických trendů. Důležitými ukazateli jsou hrubý domácí produkt a tempo jeho růstu, míra nezaměstnanosti, inflace, úroková míra apod. (5).

Politické faktory mohou výrazně ovlivňovat rozhodování a tím měnit celou podnikatelskou pozici nebo prostředí dané země. Mezi tyto faktory patří např. stabilita vlády, struktura státních výdajů nebo politika různých politických stran (5).

Technické a technologické faktory jsou jedny z nejrychleji se vyvíjejících složek marketingového makroprostředí. Předvídatost vývoje směrů technického rozvoje se může stát významným činitelem úspěšnosti podniku. Rychlý pokrok ve znalostech a v technických možnostech, rozvoj informačních a komunikačních technologií vytváří pro společnosti mnoho příležitostí rozvoje (5).

Ekologické faktory jsou opakem prudkého technologického vývoje posledního století, rostoucí energetická spotřeba, devastace přírodních zdrojů s nepříznivými dopady na životní prostředí. Tyto skutečnosti vedou k mezinárodním, evropským i státním ekologickým opatřením, které musí být zhodnoceny v marketingové strategii společnosti (6).

2.8.2 Model „7S“

Model „7S“ je jednou z analýz vnitřního prostředí. Jednotlivé faktory v podniku jsou vzájemně propojeny a vedení podniku musí brát v úvahu všechny faktory najednou. V rámci ocenění tento model představuje slabé a silné stránky. Jedná se o tyto faktory:

- *„Strategie (Strategy),*
- *Struktura (Structure),*
- *Systémy (Systems),*
- *Styl práce vedení (Style),*
- *Spolupracovníci - personál (Staff),*
- *Schopnosti (Skills),*
- *Sdílené hodnoty (Shared Values)“ (5 s. 74-75).*

2.8.3 Porterův model pěti sil

Porterův model je vhodný k analyzování oborového okolí podniku, je určen k analyzování síly konkurence v mikroprostředí společnosti. Jeho úkolem je odhalit ohrožení společnosti a omezit vliv těchto ohrožení a zároveň konkretizovat příležitosti společnosti, ke kterým je nutné přihlédnout při tvorbě strategie (6).

K vnitřním faktorům, které ovlivňují společnost patří hrozba vstupu nových konkurentů, konkurence, dodavatelé, zákazníci a hrozba substitučních výrobků.

- **Hrozba vstupu nových konkurentů** řeší otázky existence bariér vstupu na trh pro nové konkurenty jako např. kapitálová náročnost nebo přístup k distribučním kanálům (7).
- **Konkurence** znamená velikost daného odvětví, koncentrace společnosti v odvětví a rozmanitost konkurentů či podvědomí zákazníků o značce (8).
- **Dodavatelé** jsou ve společnosti velmi důležití z hlediska uspokojení požadavků spotřebitelů. Záleží na jejich schopnosti a spolehlivosti a tím i na kvalitě dodávaného zboží. Vyjednávací síla dodavatelů může vést ke snižování výnosnosti podniků v jednotlivých odvětvích (9).
- **Zákazník** je klíčovým bodem veškerého podnikatelského snažení společnosti. Existují různé skupiny trhů jako např. trh spotřebitelský nebo průmyslový, státní zakázky, mezinárodní trh (9).
- **Hrozba substitučních výrobků** se zabývá otázkou, jaká je potenciální hrozba zastupitelnosti produktu nebo služby, která slouží ke sejnému či podobnému účelu (7).

2.8.4 SWOT analýza

SWOT analýza je zaměřena na zhodnocení vnitřních faktorů společnosti (silné a slabé stránky) a vnějších faktorů prostředí (příležitosti a hrozby) (8).

Silné a slabé stránky společnosti jsou faktory vytvářející nebo naopak snižující vnitřní hodnotu společnosti. Naproti tomu příležitosti a ohrožení jsou faktory vycházející z vnějších faktorů, které společnost nemůže tak dobře kontrolovat (8).

Úspěch společnosti je závislý na tom, nakolik společnost dokáže využít vznikající příležitosti a své silné stránky a na tom, jak zvládne eliminovat své slabiny a předejít případným hrozbám (6).

Tabulka č. 1: Příklad obsahu SWOT analýzy
(Zdroj: 6, s. 46)

<p><u>Silné stránky (S)</u> – schopnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ ekonomické a finanční ➤ inovační ➤ nákupní a výrobní ➤ prodejní a marketingové ➤ manažerské, personální 	<p><u>Slabé stránky (W)</u> – schopnosti</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ ekonomické a finanční ➤ inovační ➤ nákupní a výrobní ➤ prodejní a marketingové ➤ manažerské, personální
<p><u>Příležitosti (O)</u> – vyplývající</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ z makroprostředí ➤ ze změn na trhu ➤ z chyb konkurence ➤ z podnětu zájmových skupin 	<p><u>Hrozby (T)</u> – vyplývající</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ z makroprostředí ➤ ze změn na trhu ➤ z konkurenčních tlaků v odvětví ➤ z tlaku zájmových skupin

2.9 Finanční analýza podniku

Pro zpracování kvalitní a přesné finanční analýzy si musí každá společnost stanovit metody a postupy, které slouží k zhodnocení finanční a majetkové situace společnosti (10).

Informace, které jsou získány z finanční analýzy, slouží k určení závěrů o finančním zdraví podniku a jeho hospodaření. Pro ocenění jsou tyto údaje podkladem pro sestavení finančního plánu, ze kterého je vyvozována výnosová metoda. Základním informačním zdrojem pro finanční analýzu jsou účetní výkazy podniku, především rozvaha, výkaz zisku a ztráty, cash flow a příloha k účetní závěrce či výroční zpráva (11).

2.9.1 Horizontální a vertikální analýza

Horizontální analýza se zabývá časovými změnami absolutních ukazatelů. Často se vyjadřuje v procentech. Je nutné tvořit dostatečně dlouhé časové řady, které znamenají méně nepřesností z hlediska interpretace výsledků propočtu (12).

Vertikální analýza pojednává o vnitřní struktuře absolutních ukazatelů. Jedná se o posouzení jednotlivých položek základních účetních výkazů k celkové sumě aktiv či pasiv (12).

2.9.2 Analýza poměrových ukazatelů

Existuje spousta poměrových ukazatelů, a proto záleží na jejich výběru a uspořádání. Pro účely oceňování je vhodné vycházet z naléhavosti základních cílů podniku. První požadavek, který je na vedení podniku kladen, je podnik udržet při životě v rámci bezprostřední budoucnosti. Proto jako první je tedy zkoumána krátkodobá likvidita, kterou rozumíme schopnost uhrazovat závazky v průběhu jednoho roku. Druhým požadavkem je, aby byl podnik schopen hradit své dlouhodobé závazky. K tomu slouží ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy. Teprve potom přichází na řadu výnosnost, která je měřena ukazateli rentability (1).

Ukazatele likvidity

Likvidita určité složky vyjadřuje schopnost dané složky rychle a bez velké ztráty hodnoty se přeměnit na peněžní hotovost. Nedostatek likvidity vede k tomu, že společnost není schopna hradit své běžné závazky, což může vést v platební neschopnost a vést k bankrotu (12).

Běžná likvidita

Běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky společnosti nebo také kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jedna jednotka krátkodobých závazků. Čím větší je hodnota ukazatele, tím je větší pravděpodobnost zachování platební schopnosti společnosti.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé dluhy}} \quad (12).$$

Pohotová likvidita

Pro pohotovou likviditu platí, že čítec by měl být stejný jako jmenovatel, tedy poměr 1:1. Velký objem oběžných aktiv vázaných ve formě pohotových prostředků přináší jen malý nebo žádný zisk.

$$\text{Pohotov likvidita} = \frac{\text{obžn aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krtkodob dluhy}} \quad (12).$$

Okamžit likvidita

Do pohotových prostředků pat peníze a jejich ekvivalenty. Do krátkodobých dluhů pat bžn bankovn uvery a krtkodob finanční výpomoci.

$$\text{Okamžit likvidita} = \frac{\text{pohotov peněžní prostředky}}{\text{dluhy s okamžitou splatnst}} \quad (12).$$

Ukazatele zadluženosti

Zadluženost vyjadruje fakt, že společnost používá k financování aktiv ke sveinnosti cizí zdroje. Podstatou analýzy zadluženosti je najít optimln vztah mezi vlastním a cizím kapitálem (12).

Ukazatel věřitelského rizika

Ukazatel věřitelského rizika je základním ukazatelem, kterm se vyjadruje celkov zadluženost.

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celkov aktiva}} \quad (12).$$

Koeficient samofinancování

Koeficient samofinancování je dán poměrem vlastního kapitálu k celkovm aktivům a vyjadruje v jak výší jsou aktiva společnosti financována penězi akcionr.

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celkov aktiva}} \quad (12).$$

Úrokové krytí

Pro zjištění, do jaké míry je dluhové zatížení únosné slouží ukazatel úrokového krytí. Ukazatel vyjadřuje schopnost vytvářet zdroje na úhradu úroků.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}} \quad (13).$$

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu, je obecně vyjadřována poměrem zisku k částce vloženého kapitálu. Slouží k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti (1).

Rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA)

Ukazatel vyjadřuje celkovou výnosnost kapitálu bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly podnikatelské činnosti financovány, tedy hodnotí výnosnost celkového vloženého kapitálu. Celkovým vloženým kapitálem jsou považovány celková aktiva. Bude-li do vzorce dosazován zisk před zdaněním zvýšený o nákladové úroky, má tento ukazatel význam u podniků s různými daňovými podmínkami a rovněž s rozdílným úrokovým zatížením.

$$\text{ROA} = \frac{\text{zisk}}{\text{celkový vložený kapitál}} \quad (12).$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

U tohoto ukazatele se se ziskem porovnává pouze vlastní kapitál a reprezentuje zájem vlastníků.

$$\text{ROE} = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (13).$$

Rentabilita tržeb (ROS)

Tento ukazatel vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb, to znamená, kolik dokáže podnik vyprodukovat zisku na 1 Kč tržeb.

$$\text{ROS} = \frac{\text{zisk}}{\text{tržby}} \quad (12).$$

Ukazatele aktivity

S pomocí těchto ukazatelů lze zjistit, jak podnik hospodaří s aktivy a jaké má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu (1).

Obrat celkových aktiv

Nízká hodnota tohoto ukazatele znamená neúměrnou majetkovou vybavenost podniku a jeho neefektivní využití.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}} \quad (10).$$

Doba obratu zásob

Tento ukazatel udává počet obrátek, tedy za jak dlouho peněžní fondy přejdou přes zboží a výrobky znovu do peněžní formy.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{průměrný stav zásob}}{\text{tržby}} 360 \quad (10).$$

Doba obratu pohledávek

Ukazatel vyjadřuje období od okamžiku prodeje na obchodní úvěr, po které musí společnost v průměru čekat, než obdrží platby od svých odběratelů.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{průměrný stav pohledávek}}{\text{tržby}} 360 \quad (10).$$

Doba obratu závazků

Jde o dobu od vzniku závazku do doby jeho úhrady. Pokud je tento ukazatel vyšší než doba obratu pohledávek, čerpá podnik tyto dny tzv. dodavatelský provozní úvěr.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{krátkodobé závazky}}{\text{tržby}} 360 \quad (10).$$

2.9.3 Hodnocení výsledků finanční analýzy

Z výsledků finanční analýzy není jednoduché vyvodit jednoznačné závěry o finanční zdraví a hospodaření podniku. V procesu vyhodnocení jejich výsledků vystává plno otázek a chybné závěry by mohly vést ke znehodnocení analýzy a k nesprávným rozhodnutím v rámci řízení podniku (10).

Pro potřeby ocenění by měl být závěr finanční analýzy jednoznačný a měl by odpovědět na otázku, jestli je podnik v podstatě zdravý a lze (nebo nelze) počítat s jeho dlouhodobou existencí. Konečný verdikt finanční analýzy můžeme vyvozovat dle praxe dvěma možnostmi. První možností je, že finanční analytik vynese konečný soud na základě své zkušenosti a intuice. Druhou možností je použití vhodně zvoleného algoritmu a závěr podepřít číselným výsledkem. Konkrétní variantou jsou například bodovací metody, Altmanův model nebo index finanční důvěryhodnosti IN (1).

2.10 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Vycházíme z předpokladu, že podnik byl zřízen pro jedno základní podnikatelské zaměření. Pokud se podnik zabývá více podnikatelskými aktivitami, měl by být oceňován jako souhrn podnikatelských jednotek, přičemž každá jednotka zvlášť. Pro své zaměření potřebuje podnik určitá aktiva, která jsou nezbytná pro business. Tato aktiva budeme označovat jako provozně nutná aktiva. Všechno ostatní budeme označovat jako nenutná, nebo také neprovozní. Rozdělení na provozně nutná a nenutná aktiva a s tím vyřazení z výnosů a nákladů výnosy a náklady související s těmito

nepotřebnými aktivy by mělo být provedeno, pokud je to jen možné, aby nedocházelo k chybnému výslednému ocenění (1).

Jako nejčastější položky provozně nepotřebných aktiv z rozvahové položky krátkodobý finanční majetek se označují cenné papíry a podíly, které slouží spíše jako rezerva pro splácené dluhu nebo financování investic a lze je v dohledné době prodat, aniž by tím byla dotčena provozní činnost. Další nejčastější položkou jsou peněžní prostředky. Každý podnik musí peněžní prostředky udržovat v určité výši k zajištění svého provozu. V případě, že podnik udržuje vyšší stavy peněz, než je nutné, měli bychom případný přebytek odečíst. Maximálně provozně nezbytná úroveň se nejčastěji odhaduje pomocí ukazatele okamžité likvidity. Je však důležité konzultovat tuto výši s managementem podniku. Z rozvahové položky dlouhodobý finanční majetek se vylučují podíly v ovládaných osobách, podíly pod podstatným vlivem a zápůjčky a úvěry. Ty by měly být vyčleněny, pokud mají pouze charakter uložení peněz a nemají přímou vazbu k základní činnosti podniku. Mezi ostatní provozně nepotřebná aktiva můžeme zařadit nemovitosti, které neslouží k účelu podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností nebo nepotřebné zásoby (1).

2.10.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná je vhodné vyčíslit provozně nutný investovaný kapitál pro minulé roky. Propočet vychází z účetní rozvahy a jedná se o bilanční sumu upravenou o provozně nepotřebná aktiva a o oběžná aktiva snížena o závazky, u kterých nelze vyčíslit jejich náklady. Provozně nutný investovaný kapitál vypočítáme jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku upraveného provozně nutného pracovního kapitálu (1).

2.10.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Po nalezení aktiv nesouvisejících s hlavním předmětem činnosti bychom měli zjistit i náklady a výnosy vykazované v rámci výsledovek s nimi spojené a vyloučit je z výsledků hospodaření, se kterými budeme pracovat. Z praktického hlediska je nejvýhodnější použít přímo provozní výsledek hospodaření než výsledek hospodaření za účetní období. Eliminujeme tím zahrnutí finančního výsledku hospodaření, který by

do dalšího ocenění vcházet neměl, protože obsahuje řadu položek vyčleňovaných z hlavního provozu. Nejčastěji se z provozního výsledku hospodaření vylučují tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, odpisy budov nebo zařízení nesloužících k hlavnímu podnikání a mimořádné výnosy a náklady. Naopak je nutné přidat finanční výnosy a náklady, pokud by byly spojeny s provozními aktivy a to např. výnosy z cenných papírů, pokud se rozhodneme tyto cenné papíry ponechat v provozně potřebném majetku, nebo finanční náklady spojené s provozně potřebným majetkem (1).

„Tento korigovaný výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem“ (1 s. 147).

Prognózané hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření budou východiskem zejména pro výnosové metody, do kterých bude dosazován korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (1).

2.11 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty rozumíme soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které určují hodnotu podniku. Obvykle se vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. Tímto východiskem je nejčastěji metoda diskontovaných peněžních toků. Nejčastěji pracujeme s následujícími generátory hodnoty:

- *„tržby (obrat) a jejich růst,*
- *marže provozního zisku (v našem případě korigovaného provozního zisku),*
- *investice do pracovního kapitálu,*
- *investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,*
- *diskontní míra,*
- *způsob financování (tj. především velikost cizího kapitálu),*

- *doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tedy doba existence podniku)“ (1 s. 149).*

Generátory hodnoty je důležité zavádět, protože je třeba se soustředit především na ty veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují, získáme zasvěcenější pohled na minulost podniku a tvoří základní kostru finančního plánu, který by pak měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty (1).

2.11.1 Tržby

„Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy“ (1 s. 150). Tyto výsledky ale nemusí být definitivní. Mohou být korigovány kapacitními možnostmi podniku, avšak kapacitu nepovažujeme za rozhodující prvek prognózy, ale za možnou omezující podmínku (1).

2.11.2 Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována poměrem korigovaného provozního výsledku hospodaření (KPVH) a tržeb.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{KPVH}}{\text{tržby}} \quad (1).$$

Prognóza ziskové marže shora

Tento přístup je pokládán za základní. Vychází z vývoje ziskové marže z minulosti a na něj navazuje zdůvodněný vývoj do budoucnosti. Vypočítáme KPVH před daní za minulé roky a z něho pak ziskovou marži v procentním vyjádření. Minulou ziskovou marži poté analyzujeme v souladu s konkurenční pozicí podniku a na základě této analýzy odhadneme ovlivňující faktory a uděláme odhad budoucích hodnot ziskové marže v procentech. Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní v budoucích letech potom dopočítáme jako součin již naprognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže (1).

Prognóza ziskové marže zdola

Jako první krok stanovíme prognózu hlavních nákladových položek, kterou poté doplníme méně významnými provozními náklady, popřípadě výnosy. Korigovaný provozní zisk poté dopočítáme jako rozdíl provozních výnosů a nákladů a z tohoto zisku a tržeb můžeme dopočítat ziskovou marži (1).

Získáme tedy dvě prognózy, které se budou pravděpodobně lišit. Je nutné je mezi sebou porovnat a provést korekce předchozích odhadů, než budou obě prognózy shodné. Výsledkem by měla být dobře podložená prognóza ziskové marže a zároveň reálně vyhlížející prognóza nákladových položek, které jsou důležité pro sestavení kompletní plánované výsledovky (1).

2.11.3 Pracovní kapitál

Pro potřeby plánování a následného ocenění podniku používáme modifikovaný tvar oproti ukazateli pracovního kapitálu používaného ve finanční analýze. Na rozdíl od běžného čistého pracovního kapitálu nebudeme od oběžných aktiv odečítat celý krátkodobý cizí kapitál, ale pouze neúročený cizí kapitál. Všechny uvedené veličiny započítáváme pouze v rozsahu provozně nutném.

Tabulka č. 2: Výpočet upraveného pracovního kapitálu

(Zdroj: 1, s. 157)

Peněžní prostředky
+ Zásoby
+ Pohledávky
- Neúročené závazky
+ Časové rozlišení aktiv
- Časové rozlišení pasiv
= Pracovní kapitál

2.11.4 Investice do dlouhodobého majetku

Jedná se pouze o investice do provozně nutného dlouhodobého majetku. Rozlišují se tři varianty přístupu k plánování investiční náročnosti (1).

Globální přístup

Globální přístup je vhodný, pokud jsou investice do dlouhodobého majetku do značné míry průběžné. Vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku vztahového k tržbám. Vypočítáme koeficient náročnosti tržeb na investice brutto (k_{DMb}).

$$k_{DMb} = \frac{\text{investice brutto do provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\text{tržby}} \quad (1).$$

Tento koeficient by měl být počítán za co nejdelší minulé období, jak pro jednotlivé roky, tak jako průměrný ze součtu investic brutto a tržeb za celé období (1).

Přístup podle hlavních položek

Tento přístup se používá pro nejbližší roky a vychází z podnikových investičních plánů, které zahrnují akce a projekty. Mohou být hlavním zdrojem pro oceňovatele, pokud se opírají o reálné výhledy podnikových výkonů (1).

Přístup založený na odpisech

Plány investic je možné kontrolovat podle odpisů. Investuje-li podnik pod úroveň odpisů, které ještě třeba vycházejí ze starších historických cen, nebude to stačit k dlouhodobému přežití či dokonce růstu. Používá se zpravidla u podniků, které jsou založeny na investicích do nehmotného majetku (1).

2.12 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty můžeme použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku, pokud jsou zdůvodněny finanční analýzou. Ocenění vychází z principu peněžních toků. Vyjádření volných peněžních toků pro jednotlivá léta (1).

$$FCF_t = X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMn})$$

FCF_t = korigovaný prov. zisk po dani – přírůstek pracovního kapitálu a dl. majetku

kde:

X je velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,

g je tempo růstu tržeb,

r_{ZPx} je provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření (zde jako marže po odpisech, ale před daní, pokud ve vzorci daň odečítáme zvlášť),

d je sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,

k_{WC} je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,

k_{DMn} je koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,

t je rok (1).

Uvedená rovnice není pouze zjednodušeným vyjádřením složitého procesu plánování, ale jejím smyslem je soustředit pozornost na klíčové veličiny ocenění, kterými jsou tempo růstu tržeb, zisková marže a náročnost investice do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu (1).

Na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty můžeme v první fázi oceňování odhadnout průměrné hodnoty generátorů a modelovat tak pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) lze vypočítat podle následujícího vzorce:

$$H_b = \frac{X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMn})}{i_k - g}$$

kde čítec je tedy volný peněžní tok (FCF_t) a i_k je diskontní míra (1).

2.13 Sestavení finančního plánu

Pro ocenění podniku některou z výnosových metod, je potřeba sestavit kompletní finanční plán složený z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. V běžném řízení podniku je finanční plán vyústěním a syntézou podnikového plánu, který by měl

vycházet z jeho vize a strategie. Je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů, do kterých patří:

- plány prodeje umožňující odhad budoucích výnosů,
- plány produkce a odhad budoucích nákladů,
- plány kapacit, které se promítají do plánů investic, plánů pracovního kapitálu, plánů údržby a obnovy a plánů odpisů,
- plány pracovních sil s dopadem do osobních nákladů,
- plán provozního výsledku hospodaření, a z toho plynoucích daní a podílů na zisku,
- plán provozního peněžního toku,
- celkový peněžní tok,
- plánovaná rozvaha pro všechny roky plánového horizontu (1).

Oceňovatel nemůže při sestavování finančního plánu jako podklad pro ocenění sestavovat celý podnikový plán, ale měl by zachovat jeho základní logické vazby. Pro sestavení plánu je vhodná konzultace s vedením oceňovaného podniku (1).

2.13.1 Postup sestavování finančního plánu pro ocenění

Z předcházejícího kroku, analýzy a prognózy generátorů hodnoty, již máme naplánované stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou výrazně ovlivňovat jeho hodnotu. Následující položky budou tvořit kostru finančního plánu:

- tržby z prodeje hlavních produktů,
- zisková marže a provozní zisk v peněžním vyjádření,
- plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků,
- prognózu investic do dlouhodobého majetku nezbytné k udržení hlavního provozu podniku (1).

Pro sestavení kompletní výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků je potřeba tyto položky doplnit o plán financování, tedy splátky úvěrů, nové úvěry či navýšení

vlastního kapitálu. Dále je možné k naplánovaným generátorům doplnit plánované hodnoty dalších méně významných položek, které by již neměly mít na výsledné ocenění zásadní vliv, jako například méně významné výnosové a nákladové položky nebo pohledávky a závazky. Dále je vhodné generátory hodnoty doplnit o položky nesouvisející s hlavním provozem podniku, například o plán odprodeje nepotřebného majetku a z něho vyplývající zisky. Do plánu je také vhodné zapracovat výplaty dividend či podílů na zisku. V poslední řadě je třeba doplnit formální dopočty všech položek potřebných pro kompletní sestavení finančních výkazů, které dosud nebyly při sestavování dílčích plánů vypočteny. Jedná se například o peněžní toky, nerozdělený zisk nebo ziskové fondy (1).

2.14 Ocenění na základě analýzy výnosů

Výnosové metody vychází z poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele, čímž jsou očekávané výnosy. Za tyto výnosy lze považovat peněžní příjmy, které plynou držiteli z oceňovaného statku. Avšak pro základ ocenění lze použít i jinak chápané výnosy a na základě toho, jakou veličinu budeme pod těmito výnosy myslet, rozlišujeme jednotlivé výnosové metody. Základními výnosovými metodami jsou:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinující výnosové ocenění s oceněním majetkovým (1).

2.14.1 Metoda diskontovaného cash flow (DCF)

Jedná se o základní výnosovou metodu, u které jsou peněžní toky reálným vyjádřením užitku drženého statku. Rozlišujeme tři základní techniky.

Metoda „entity“

Výpočet probíhá ve dvou krocích. Nejprve diskontováním peněžních toků, které byly k dispozici pro vlastníky i věřitele získáme hodnotu podniku jako celku, tedy hodnota brutto H_b . V druhém kroku od ní odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a tím získáme hodnotu vlastního kapitálu, tedy hodnota netto H_n (1).

Metoda „equity“

Vycházíme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku, které po diskontování udávají přímo hodnotu vlastního kapitálu (1).

Metoda APV

V prvním kroku je zjišťována hodnota brutto, ale jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Od té se potom odečte cizí kapitál a získáme tak hodnotu netto. Jedná se o méně obvyklou metodu (1).

2.14.2 Cash flow pro metodu DCF entity

Pro potřeby ocenění metodou DCF je vždy východiskem volné cash flow (FCF – free cash flow). U metody DCF entity bývá používáno označení peněžní toky pro vlastníky a věřitele nebo peněžní toky do firmy (FCFF – free cash flow to firm). Pro výpočet FCFF jsou důležité dvě hlavní veličiny, a to korigovaný výsledek hospodaření a investice (1).

Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro výpočet FCFF

Východiskem pro výpočet FCFF, které počítáme nepřímou metodou, je korigované provozní výsledek hospodaření. Při jeho výpočtu se doporučuje vycházet z provozního výsledku hospodaření, protože povede k minimu navazujících úprav (1).

Tabulka č. 3: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření pro FCFF

(Zdroj: 1, s. 203)

Provozní výsledek hospodaření
- Provozní výnosy mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady mimořádné, jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Po výpočtu korigovaného provozního výsledku hospodaření pro FCFF můžeme dopočítat volný peněžní tok (FCF) (1).

Tabulka č. 4: Výpočet volného peněžního toku FCF

(Zdroj: 1, s. 199)

+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
- Upravená daň z příjmů (=KPVH _D · daňová sazba)
= Korigovaný provozní výsledek hospodaření pro daních (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
= Předběžný peněžní tok z provozu
- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
= Volný peněžní tok (FCF)

2.14.3 Investice pro výpočet FCFF

Realizovány by měly být pouze ty investice do podnikové činnosti, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Investice uvedené ve výpočtu FCF jsou myšleny jako investice brutto. Tyto investice lze rozdělit na část zajišťující obnovu a na část rozšiřující, kterou označujeme investice netto. Pokud je investice v daném roce menší než roční odpisy, může být investice brutto i záporná.

$$\text{Investice brutto} = \text{odpisy} + \text{investice netto} \quad (1).$$

Investice pro výpočet FCF zjistíme z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Pro výpočet můžeme použít následující vzorec.

$$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$$

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

kde:

$I_{\text{netto } t}$, $I_{\text{brutto } t}$ je investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t ,

K_t je provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t ,

O_t odpisy v roce t (1).

2.14.4 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Propočet metodou DCF entity probíhá ve dvou krocích znázorněných v následujícím schématu.



Obrázek č. 1: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity.

(Zdroj: 1, s. 206)

V prvé řadě určíme celkovou hodnotu podniku, kterou budeme rozumět jako výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato hodnota je získána diskontováním peněžních toků, které plynou z hlavního provozu podniku, tzn. nebere v úvahu provozně nutné investice do majetku, ani výnosy a náklady s ním spojené. Následně celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění, a nakonec k ní přičteme hodnotu neprovozních aktiv k datu ocenění (1).

Hodnotu podniku jako celku (H_b) vypočítáme podle vzorce:

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

kde:

$FCFF_t$ je volné cash flow do firmy v roce t ,

i_k je kalkulovaná úroková míra (diskontní míra),

n je počet let předpokládané existence podniku (1).

Z praxe předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho, a proto je nemožné plánovat peněžní toky pro tak dlouhé období. Tento problém se řeší dvěma způsoby, a to standardní dvoufázovou metodou a metodami založených na odhadu průměrných temp růstu (1).

Dvoufázová metoda

Standardní dvoufázová metoda vychází z představy, že budoucí období můžeme rozdělit do dvou fází. V první fázi jde o období, ve kterém je oceňovatel schopen vypracovat prognózu FCF pro jednotlivé roky. Druhou fází je období od konce první fáze do nekonečna a v tomto období označujeme hodnotu podniku jako pokračující hodnotu. Pro výpočet hodnoty podniku podle dvoufázové metody používáme následující vzorec:

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

kde:

T je délka první fáze v letech,

PH je pokračující hodnota,

i_k je kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (1).

Pokračující hodnota má při ocenění podniku významnou roli, a proto je důležité rozhodnout, jak dlouhé bude prognózované období. Neexistuje žádné jednoznačně využitelné kritérium pro volbu délky první fáze. Doporučené návrhy pro určení délky první fáze jsou následující:

- odvození délky v závislosti na období, po které se předpokládá, že je podnik schopen tvořit novou hodnotu,
- určovat délku v závislosti na životním cyklu podniku,
- návrh vázání délky první fáze na fázi cyklu konjunktury,
- stanovení délky tak, aby po jejím uplynutí podnik dosáhl určitého stavu rovnováhy,
- orientace délky na období, po které jsou zpracovány plány ze strany vedení oceňovaného podniku (1).

Odhad pokračující hodnoty se zakládá na předpokladech že, základní parametry jako zisková marže, obrat a rentabilita kapitálu a podíl na trhu se stabilizují, dále že růst podniku je konstantní a míra investic a výnosnost nových investic je také stabilní (1).

Pro výpočet pokračující hodnoty s diskontovanými peněžními příjmy můžeme použít Gordonův vzorec nebo parametrický vzorec.

Gordonův vzorec

Běžně se používá pro oceňování akcií na základě dividend. Předpokládá pro druhou fázi stabilní a trvalý růst volného peněžního toku.

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

kde:

T je poslední rok prognózovaného období,

i_k jsou průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra,

g je předpokládané tempo růstu FCF během celé druhé fáze (do nekonečna),

FCFF je volný peněžní tok do firmy (1).

Musí být splněna podmínka $i_k > g$.

Parametrický vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty

Pracuje se dvěma základními faktory hodnoty, kterými jsou tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně a očekávaná rentabilita čistých investic (r_i). Rentabilita investic je odvozována v návaznosti na rentabilitu investovaného kapitálu. Rentabilita investovaného kapitálu by měl být vyšší než náklady kapitálu, aby podnik tvořil novou hodnotu (1).

$$R_k = \frac{\textit{korigovaný provozní zisk po upravených daních}}{\textit{provozně nutný investovaný kapitál}} = \frac{KPVH_t}{K_{t-1}}$$

Pokud známe výši provozně nutného investovaného kapitálu, lze snadno zjistit výši čistých investic v roce t, a to jako změnu stavu investovaného kapitálu během roku:

$$\text{Investice netto} = \Delta K = K_t - K_{t-1}$$

kde: K_{t-1} je provozně nutný investovaný kapitál k počátku roku t (1).

Pokračující metoda se pak počítá podle vzorce:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_i}\right)}{i_k - g}$$

kde: $KPVH_{T+1}$ je korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (1).

Gordonův a parametrický model jsou co se týče obsahu stejné, ale parametrický model se liší tím, že je založen na rozvedeném vyjádření faktorů hodnoty. Poměr g/r odpovídá z dlouhodobého hlediska míře investic, která je podílem zisku věnovaného na čisté investice. Předpokladem je, že po celou dobu druhé fáze zůstane míra investic stabilní (1).

2.14.5 Diskontní míra pro metodu DCF

Metoda DCF je založena na výpočtu diskontní míry. U metody DCF entity se diskontní míra stanoví na úrovni jako průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). „*Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku*“ (1 s. 243).

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

kde:

n_{CK} jsou náklady na cizí kapitál,

d je sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt,

CK je tržní hodnota úročeného cizího kapitálu vloženého do podniku,

$n_{VK(Z)}$ jsou náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku,

VK je tržní hodnota vlastního kapitálu,

K je celková tržní hodnota investovaného kapitálu (1).

Cizí kapitál zahrnuje úročený kapitál, a to bankovní úvěry, leasingové financování, obligace a jiné druhy úvěrů. Výpočet WACC můžeme rozdělit do čtyř kroků. Nejprve určíme váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Potom určíme náklady na cizí a vlastní kapitál, a nakonec propočteme průměrné vážené náklady na kapitál (1).

Podíl na celkovém investovaném kapitálu je důležité počítat na základě tržních hodnot, nikoliv účetních. Současnou strukturu zjistíme nejlépe tak, že známe tržní hodnotu

akcií, dluhopisů, bankovních úvěrů a finančního leasingu. Náklady na cizí kapitál získáme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb z různých forem cizího kapitálu a náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním investorů, které je nutné odvozovat z možného výnosu kapitálu s přihlédnutím k možnému riziku (1).

Náklady na vlastní kapitál - CAPM

Je jednou z hlavních a nejčastěji se uplatňujících metod kalkulace nákladů vlastního kapitálu. Model CAPM byl sestaven pro běžně obchodovatelné cenné papíry na kapitálovém trhu. Důležitým prvkem modelu je přímka cenných papírů. „*Ta odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu*“ (1 s. 253). Pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru tedy platí:

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

kde:

r_e jsou náklady vlastního kapitálu,

r_f je bezriziková úroková míra,

β je koeficient, který vyjadřuje relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu,

r_m je průměrná výnosnost kapitálového trhu (10).

Tento model stanovuje náklady na vlastní kapitál na základě informací o výnosnosti kapitálového trhu, kdy se za nejvhodnější považuje trh americký, neboť je vyspělý a má dlouholetou tradici. Profesor Damodaran modifikoval model CAPM pro neamerické podniky. Tato modifikace vychází z bezrizikové výnosnosti realizované na americkém trhu a k ní se přičtou rizika, která jsou spojena se zemí, ve které je model aplikován. Vzorec má potom následující podobu:

$$r_{VK} = r_{f(USA)} + \beta \cdot RPT_{(USA)} + RPZ$$

kde:

- n_{VK} je odhad nákladů vlastního kapitálu,
 r_f je aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA,
 β je odvětvové β přenesené z amerického kapitálového trhu, upravené na zadlužení v tržních hodnotách konkrétního podniku,
 $RPT_{(USA)}$ je riziková prémie rozvinutého kapitálového trhu, většinou USA,
 RPZ je riziková prémie země (14).

2.15 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Ekonomickou přidanou hodnotu můžeme použít jako nástroj finanční analýzy, pro řízení podniku i jeho oceňování. Jde v podstatě o ukazatel výnosnosti, který překonává nedostatky například ukazatelů rentability založených na účetním výsledku hospodaření. EVA měří ekonomický zisk, kterého podnik dosahuje, pokud jsou uhrazeny běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Ukazatel EVA se vypočítá podle následujícího vzorce:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t$$

kde:

- $NOPAT_t$ je zisk z operační činnosti podniku po dani,
 NOA_{t-1} jsou čistá operační aktiva na začátku roku t,
 $WACC_t$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu v roce t (1).

Pokud je ukazatel $EVA > 0$, tvoří hodnotu pro vlastníky, můžeme tedy říci, že je podnik úspěšný.

U metody EVA můžeme rozlišovat varianty výpočtu EVA stejně jako u metody DCF. Rozlišujeme tedy EVA entity, ekvity a APV. Nejvíce používanou metodou v praxi je EVA entity (1).

Tabulka č. 5: Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu

(Zdroj: 1, s. 334)

Tržní hodnota operačních aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Nejdříve vypočítáme hodnotu aktiv pro vlastníky a věřitele, a teprve pak odečteme hodnotu cizího kapitálu a tím získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky. Operační aktiva se vypočítají následujícím způsobem.

Tabulka č. 6: Výpočet tržní hodnoty operačních aktiv

(Zdroj: 1, s. 334)

Čistá operační aktiva (NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv

Nejdůležitější úlohou v tomto přístupu k oceňování má MVA, což je tržní přidaná hodnota. Vztah mezi MVA a EVA je takový, že EVA měří úspěch podniku během minulého roku, zatímco MVA odráží očekávání trhu ohledně perspektiv do budoucnosti. MVA můžeme zjistit dvěma způsoby:

- Ex post – je dána rozdílem mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou NOA. Hodnota MVA se tedy počítá ze skutečných údajů zjištěných k datu ocenění, nikoli z hodnot plánovaných.
- Ex ante – vypočítáme ji jako současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA) (1).

Opět zde volíme dvoufázovou metodu, kde druhá fáze bývá počítaná jako věčná renta ze stabilní EVA až do nekonečna. Pro výpočet použijeme následující vzorec:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

kde:

H_n je hodnota vlastního kapitálu podniku,

EVA_t je ekonomická přidaná hodnota v roce t ,

NOA_0 jsou čistá operační aktiva k datu ocenění,

NOA_{t-1} jsou čistá operační aktiva k počátku roku t ,

$NOPAT_t$ je operační výsledek hospodaření po dani v roce t ,

T je počet let explicitně plánovaných EVA,

WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu,

D_0 je hodnota úročených dluhů k datu ocenění,

A_0 jsou ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (1).

3 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI



Obrázek č. 2: Logo společnosti

(Zdroj: 15)

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. je jedna z nejvýznamnějších výrobců užitkového skla. Jedná se o největšího domácího výrobce nápojového skla a v tomto oboru patří i mezi přední světové výrobce (15).

3.1 Základní údaje o společnosti

Název společnosti:	Crystalex CZ, s.r.o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Datum vzniku:	5. 3. 2009
Sídlo:	Masarykovo nábřeží 236/30, 110 00 Praha (16).

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. vznikla v roce 2009 již z dříve existujícího konsolidačního celku Bohemia Crystalex Trading, a.s., který zanikl v roce 2008, což znamená, že na trhu existovala už mnohem dříve a výrazně ovlivnila bohatou historii tradičního sklářského průmyslu v České republice (17).

Crystalex CZ, s.r.o. vlastní dva výrobní závody, hlavní závod v Novém Boru a druhý závod v Karolince. Společnost se specializuje převážně na výrobu kalíšků, odlivek, decanterů, váz a mís. Dále využívá celou řadu moderních dekoračních technik jako například pantograph, diaryt, stříkání, pískování, malování, vysoký smalt nebo sítotisk (18).

Společnost disponuje mnoha certifikáty. Dále je exkluzivním majitelem ochranných známek Bohemia Crystal® a Bohemia Glass®. Tyto známky představují respekt ke světovému vývoji trendů i ke komerční poptávce, spojení historické zkušenosti a tradic s moderními technologiemi a investice generací českých designerů a specialistů (19).

4 STRATEGICKÁ ANALÝZA

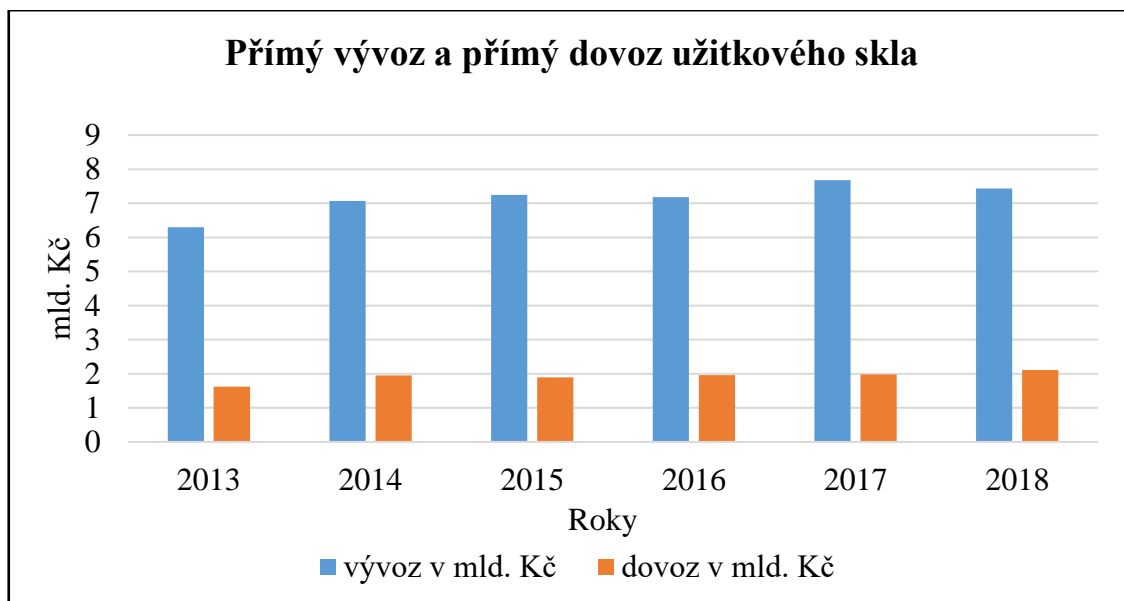
Prvními kroky k ocenění podniku je provedení strategické a finanční analýzy. Na základě strategické analýzy můžeme vyhodnotit následné vnější a vnitřní potenciály oceňovaného podniku prozkoumáním makroprostředí a mikroprostředí.

4.1 Vymezení relevantního trhu

Sklářský průmysl patří k tradičním odvětvím zpracovatelského průmyslu v České republice. Hlavním předmětem činnosti společnosti je výroba, zpracování a prodej užitkového a dekorativního skla, což dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE společnost Crystalex CZ, s.r.o. zařazuje do sekce C – Zpracovatelský průmysl, do oddílu 23 - Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků, konkrétně 23.1 – Výroba skla a skleněných výrobků (16).

Tržby zpracovatelského průmyslu se oproti roku 2017 zvýšily o 3,68 %, a to z 3 689,05 mld. Kč v roce 2017 na 3 824,86 mld. Kč v roce 2018. Konkrétně v odvětví CZ-NACE 23 - Výroba ostatních nekovových minerálních výrobků došlo ke zvýšení tržeb proti roku 2017 o 5,21 % na 118,72 mld. Kč. Podíl těchto tržeb na celkových tržbách zpracovatelského průmyslu činí v roce 2018 3,10 % (20).

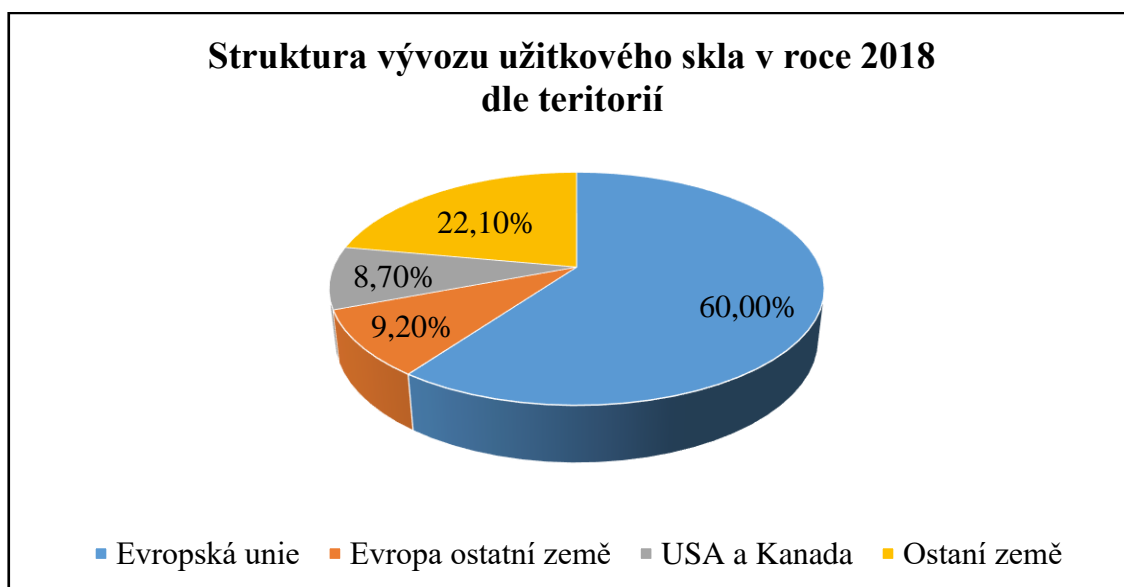
Prodej užitkového skla patří k tradičním vývozním oborům českého zpracovatelského průmyslu. V následujícím grafu je znázorněn vývoj přímého vývozu a přímého dovozu užitkového skla v letech 2013-2018.



Graf č. 1: Přímý vývoz a přímý dovoz užitkového skla

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 20)

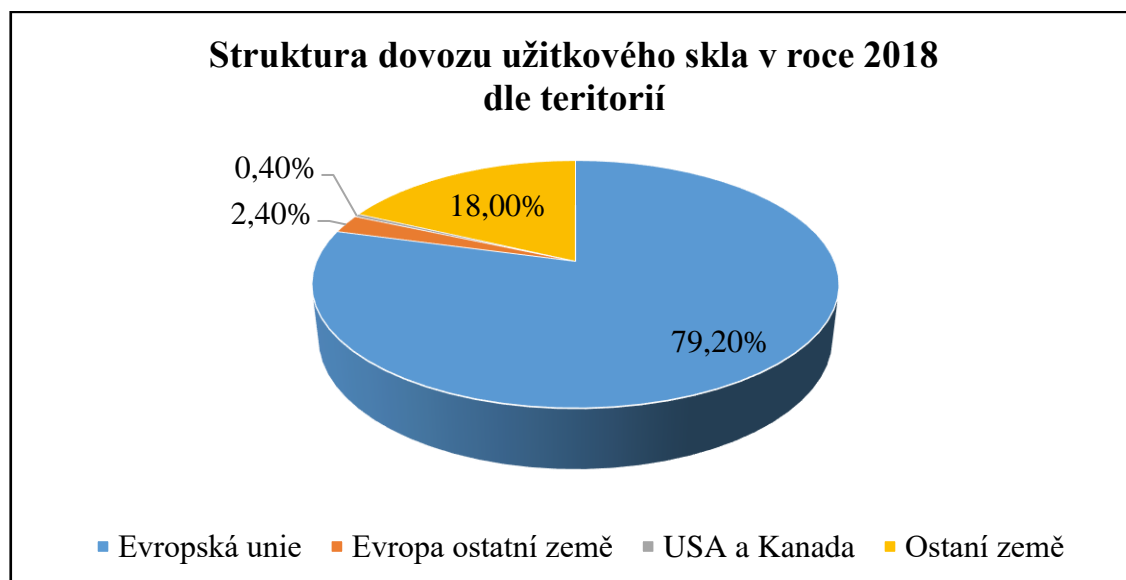
V následujících dvou grafech je dále znázorněna struktura vývozu a dovozu v roce 2018 dle teritorií.



Graf č. 2: Struktura vývozu užitkového skla v roce 2018 dle teritorií

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 20)

Sortiment užitkového skla je vyvážen do celého světa. Nejvyšší podíl vývozu v roce 2018, a to 60 %, představovaly země Evropské unie, zejména Německo, Bulharsko, Polsko, Francie, Slovensko, Rakousko, Itálie a Slovinsko. Ostatní země a USA a Kanada tvořily 30,8 %, z nichž nejvýznamnějšími byla Čína, Ruská federace, Egypt, Turecko, USA a Indonésie (20).



Graf č. 3: Struktura dovozu užitkového skla v roce 2018 dle teritorií

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 20)

Co se týče dovozu, nejvyšší podíl v roce 2018, a to 79,2 %, byl realizován ze zemí Evropské unie, zejména z Německa, Bulharska, Polska Portugalska, Francie a Itálie. Největším dovozcem z Ostatních zemí, které tvoří 18 % dovozu, byla Čína a Turecko (20).

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. až 90 % své produkce vyváží do 70 zemí světa. Mezi nejvýznamnějšími odběrateli jsou státy EU, Rusko, Ukrajina, ale i další státy bývalého Sovětského svazu. Nemalé prodeje však zaznamenává i na trzích Severní a Jižní Ameriky, ale i v řadě afrických a asijských zemí (15).

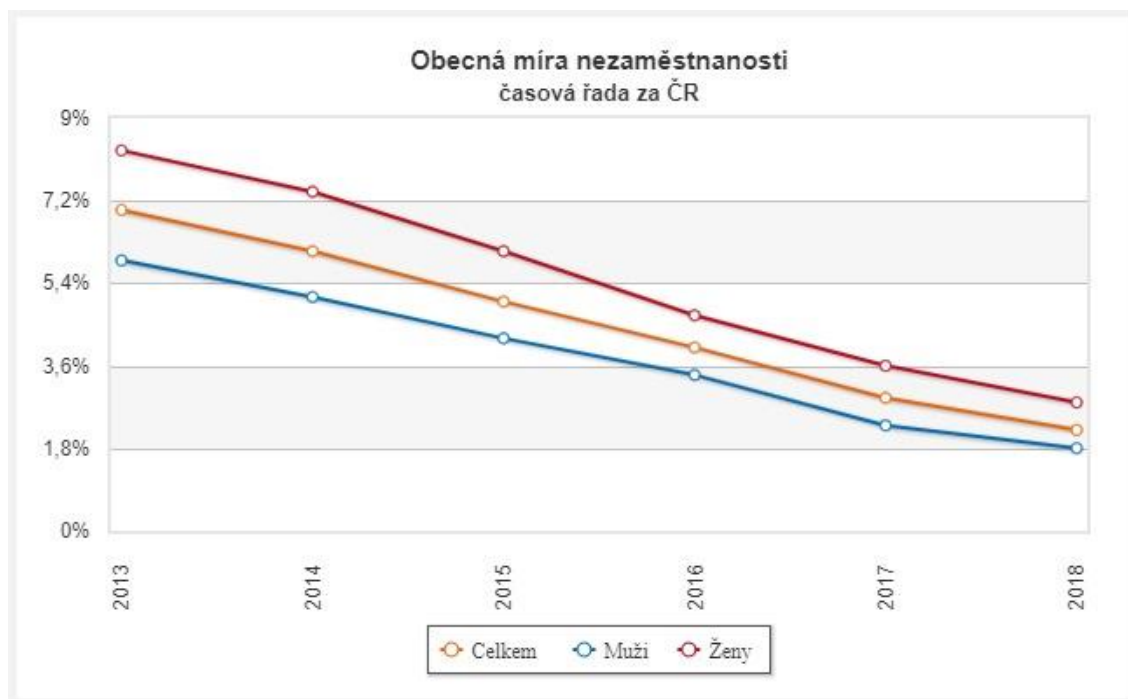
4.2 SLEPTE analýza

SLEPTE analýza se používá pro odhadnutí budoucího vývoje vnějšího prostředí společnosti. Na každý podnik působí vlivy ovlivňující prostředí, ve kterém se nachází. Pro podnik je klíčové znát jeho okolí, prostředí a faktory, jenž na něj působí.

Sociální faktory

Populační vývoj v roce 2018 byl sice ve znamení růstu počtu obyvatel České republiky, většinu přírůstku však zajistilo zahraniční stěhování. Obyvatel Česka přibývá zejména ve věkové skupině 65 a více let. Během roku 2018 se počet seniorů zvýšil o 46,4 tisíce na 2,09 milionu. Naopak počet obyvatel produktivního věku 15–64 let klesl o 29,1 tisíce. Jelikož práce ve sklářském průmyslu je ve většině případů fyzicky náročná, mohlo by to do budoucna pro společnost znamenat značný problém (21).

S tímto úzce souvisí další faktor, který společnost ovlivňuje, a to nezaměstnanost. Podle údajů z Českého statistického úřadu byl v prosinci 2018 podíl nezaměstnaných osob na obyvatelstvu 2,2 %. Dle makroekonomické predikce se v roce 2019 předpokládá pokles na 2,0 % a v roce 2020 opět nárůst na 2,2 % (22). Nedostatek pracovní síly může být také komplikací pro společnost, neboť se ve společnosti nachází vysoký podíl ruční práce. To znamená, že zaměstnanci mají vyšší vyjednávací sílu, pro společnost je obtížnější najít nové pracovníky právě z důvodu menšího počtu lidí hledající práci.



Graf č. 4: Obecná míra nezaměstnanosti

(Zdroj: 23)

S tím je i úzce spojena otázka vzdělání obyvatelstva v České republice. Klesá zájem o vyučení, naopak se zvyšuje počet osob mající vysokoškolské vzdělání (24). Tento trend, který lze očekávat i v budoucnu může mít negativní dopad pro společnost, neboť lze očekávat menší zájem o řemeslné obory, jako například sklářství.

Legislativní faktory

Společnost podnikající ve sklářském průmyslu musí stejně jako všechny ostatní společnosti jednat v souladu se zákony, vyhláškami a směrnicemi. Jedná se zejména o zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích. Účetní závěrku zpracovává na základě zákona č. 563/1991 Sb. o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů a prováděcí vyhlášky k podvojnému účetnictví č. 500/2002 Sb. Dále se společnost musí řídit daňovými zákony jako např. zákonem č. 586/1992 Sb. o daních z příjmu a zákonem č. 235/2004 Sb. o dani z přidané hodnoty. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. se dále musí řídit vyhláškou ministerstva průmyslu a obchodu č. 379/2000 Sb., která stanovuje podmínky pro určování jednotlivých druhů křišťálového skla, jejich vlastností a způsoby označování výrobků z křišťálového skla. Vzhledem k tomu, že společnost Crystalex CZ,

s.r.o. je významným exportérem do zahraničí, a to jak v rámci Evropské unie, tak i do států třetích zemí, musí se řídit i předpisy pro mezinárodní obchod a celními zákony.

Společnost musí pečlivě sledovat všechny změny, které mají vliv na její podnikání. Konkrétní změnou je zákonná povinnost podávat kontrolní hlášení DPH nebo z novějších změn v legislativě je Evropské nařízení o ochraně osobních údajů (GDPR), které vstoupilo v platnost v květnu 2018. S těmito změnami zároveň dochází ke zvyšování administrativní zátěže pro společnost.

Ekonomické faktory

Jedním z hlavních ekonomických faktorů ovlivňující společnost je HDP. Následující tabulka zobrazuje vývoj hrubého domácího produktu v České republice v letech 2009-2018.

Tabulka č. 7: Vývoj HDP v běžných cenách

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 25)

	2009	2010	2011	2012	2013
HDP v mil. Kč (b.c.)	3 930 409	3 962 464	4 033 755	4 059 912	4 098 128
Meziroční změna v % (s.c.)	-4,8	2,3	1,8	-0,8	-0,5
	2014	2015	2016	2017	2018
HDP v mil. Kč (b.c.)	4 313 789	4 595 783	4 767 990	5 047 267	5 323 556
Meziroční změna v % (s.c.)	2,7	5,3	2,5	4,4	2,8

Český hrubý domácí produkt nominální se ve sledovaném období stále zvyšuje. Během období 2013-2018 se HDP zvýšil téměř o 30 %. Dle makroekonomické predikce by ekonomika mohla v roce 2019 vzrůst o 2,5 % Pro rok 2020 je zachována predikce zpomalení ekonomiky na 2,0 % vlivem nižší dynamiky domácí poptávky. Předpokládá se, že ekonomický růst bude i nadále tažen spotřebou domácností, která by měla odrážet stále silnou mzdovou dynamiku při extrémně nízké míře nezaměstnanosti i razantní zvýšení starobních důchodů. Dále by k růstu měly mírně pozitivně přispívat investice do fixního kapitálu a spotřeba sektoru vládních institucí, tak jako saldo zahraničního obchodu (25).

Vzhledem k tomu, že společnost 90 % produkce vyváží, je důležité zhodnotit i ekonomickou situaci ve státech hlavního exportu. Jedním z hlavních vývozních států je Rusko. Co se týče ruské ekonomiky, světová banka zlepšila odhad růstu v roce 2019 na 1,2 %. V dalších letech očekává zrychlování růstu, ke kterému by měly přispět vyšší státní výdaje a uvolněnější měnová politika, což je pro společnost Crystalex CZ, s.r.o. příznivé (26).

Otázkou však je ekonomická situace ve státech EU. V důsledku nejistot panujících v oblasti světového obchodu a domácích faktorů v největších ekonomikách se očekává výraznější zpomalení hospodářského růstu. Dalším zdrojem nejistoty pro EU je brexit. Odhad vývoje britského hospodářství v nynější prognóze je čistě technický a založený na předpokladu zachování stávající podoby vzájemných vztahů. Rizikem nadále zůstává konec roku 2020 do kdy by měla Velká Británie a EU uzavřít dohodu o vzájemných vztazích. Pokud k tomu nedojde, výrazně to ovlivní ekonomický vývoj v EU, ale i v České republice (27).

Aktuálně možnou hrozbou celosvětové ekonomiky je rozšíření nemoci Covid 19, avšak v současné době nelze odhadnout, jak velký ekonomický dopad to bude mít na světovou ekonomiku.

Dalším významným ekonomickým faktorem je míra inflace. Následující tabulka zobrazuje vývoj míry inflace v České republice v letech 2009-2018.

Tabulka č. 8: Vývoj míry inflace

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 25)

	2009	2010	2011	2012	2013
Míra inflace v %	1	1,5	1,9	3,3	1,4
	2014	2015	2016	2017	2018
Míra inflace v %	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1

V letech 2009-2016 dosahovala míra inflace stabilních hodnot, kromě roku 2012, kdy vzrostla o 3,3 %. V roce 2017 došlo k výraznému nárůstu spotřebitelských cen nad inflační cíl ČNB. Tento růst ovlivnil zejména růst cen v oddíle potravin a nealkoholické nápoje. Průměrná míra inflace v roce 2018 byla 2,1 %. Z větší části na

tom měl vliv vývoj cen služeb, které vzrostly ve srovnání s rokem 2017 o 3,0 %, spotřebitelské ceny zboží se zvýšily o 1,6 %. Největší vliv na její vývoj měl růst cen bydlení a energií, naopak snížení cen oděvů inflaci brzdilo. V roce 2019 byla průměrná míra inflace 2,8 %, jedná se o druhou nejvyšší průměrnou roční inflaci za posledních 11 let. Predikce na rok 2020 zůstává ve výši 2,8 % v důsledku cenového vývoje v závěru roku 2019 a vyšší očekávané ceny ropy. Vyšší inflace má vliv na společnost v podobě zvýšení cen surovin, investic do majetku, ale i ke snížení reálných příjmů zákazníků, kteří budou následně ochotni utratit méně peněz za dané zboží (25) (28).

Dalším ekonomickým faktorem ovlivňující společnost jsou směnné kurzy. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. až 90 % své produkce vyváží do 70 zemí světa. Mezi nejvýznamnějšími odběrateli jsou státy EU, Rusko, Ukrajina, ale i další státy bývalého Sovětského svazu. Nemalé prodeje však zaznamenává i na trzích Severní a Jižní Ameriky, ale i v řadě afrických a asijských zemí (15).

V následující tabulce je zobrazen vývoj měny euro, amerického dolaru a ruského rublu za období 10 let.

Tabulka č. 9: Vývoj nominálního měnového kurzu eura

(Zdroj: Vlastní zpracování: 29)

	2009	2010	2011	2012	2013
Měnový kurz CZK/EUR	26,45	25,29	24,59	25,14	25,97
	2014	2015	2016	2017	2018
Měnový kurz CZK/EUR	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6

Export je závislý na výši reálného měnového kurzu. V listopadu 2013 rozhodla Bankovní rada České národní banky o intervenci na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Cílem bylo dosažení inflace na úrovni 2 %. Tento kurzový závazek uhájila až do dubna 2017, kdy byl ukončen. Depreciace domácí měny byla pro exportéry výhodná. Naopak od roku 2017, kdy začala koruna posilovat, snižuje tak silnější měna vývozní konkurenceschopnost na mezinárodních trzích a na základě makroekonomické predikce se dá posilování české koruny nadále očekávat (30) (31).

Tabulka č. 10: Vývoj nominálního měnového kurzu amerického dolaru

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 32)

	2009	2010	2011	2012	2013
Měnový kurz CZK/USD	19,06	19,11	17,69	19,58	19,57
	2014	2015	2016	2017	2018
Měnový kurz CZK/USD	20,75	24,6	24,4	23,38	21,74

Tento vývoj lze předpokládat i u amerického dolaru. Česká koruna vůči americkému dolaru v posledních třech letech posiluje.

Tabulka č. 11: Vývoj nominálního měnového kurzu ruského rublu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 33)

	2009	2010	2011	2012	2013
Měnový kurz CZK/RUB	59,94	62,93	60,18	62,99	61,45
	2014	2015	2016	2017	2018
Měnový kurz CZK/RUB	54,86	40,56	36,64	40,1	34,7

U ruského rublu je to spíše výkyvné, ale v roce 2018 byl ruský rubl nejnižší za posledních 10 let.

Politické faktory

Politický faktor působící na společnost Crystalex CZ, s.r.o. je stabilita vlády, ve které působí více politických stran s různými názory, což se promítá i do legislativních změn.

Sklářský průmysl je však spíše ovlivňován hospodářskou politikou státu. V srpnu 2015 vznikl Český a moravský sklářský klastr. Jeho hlavní činností je podpora a rozvoj sklářského odvětví v jednotlivých regionech České republiky a v zahraničí. V současné době směřuje k jedinému cíli, a to v horizontu 10 let posílit prestiž českého sklářství a docílit tak zvýšení svoji konkurenceschopnosti a dostat se na prestižní pozice v ČR i v zahraničí. Tím chce klastr přispět k posílení konkurenceschopnosti v oblasti vědy, výzkumu, inovací a zastřešovat kooperaci mezi sklářským školstvím a průmyslem (34).

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. sice není řádným členem tohoto klastru, což by mohla být určitá nevýhoda vůči konkurentům, avšak je členem Asociace sklářského a keramického průmyslu ČR, které spolu úzce spolupracují. Hlavní činnosti jsou

směřovány zejména na podporu, prosazování zájmů a požadavků vůči orgánům státní správy v rámci Svazu průmyslu a dopravy ČR, dále na vzájemnou spolupráci členů při řešení společných problémů, také na racionální využívání tuzemských zdrojů surovin, nebo například na činnost při vyhledávání zahraničních partnerů (35).

Ministerstvo průmyslu a obchodu v únoru 2019 připravilo proexportně zaměřený seminář pro organizace sdružené právě v těchto zmíněných aliancích s názvem „Jak na export ve sklářském průmyslu.“ Cílem tohoto semináře bylo poskytnutí základních informací o systému státní podpory exportu s možností individuálních konzultací se zástupci zahraničních obchodních kanceláří MPO ČR nebo Czech Trade ve Velké Británii, Itálii a Indii (36).

Dalším produktem Ministerstva průmyslu a obchodu na podporu exportu je publikace „Export v kostce“, ve které lze najít nabídky služeb státu pro exportéry. Dále jsou dostupné dotace pro exportéry převážně na usnadnění vstupu podniku na zahraniční trhy přes účasti na zahraničních výstavách a veletrzích (37).

Technologické a ekologické faktory

Sklářský průmysl v České republice patří k odvětvím s nejvyšší mírou automatizace. Avšak daní za vysokou míru automatizace je u výroby užitkového skla užší sortiment a menší schopnost reakce na požadavky zákazníků. V posledních letech se do sklářských linek začínají zapojovat také roboty. České sklářství má velkou tradici, ale ve světě tomuto oboru panuje velmi tvrdá konkurence, které se české firmy snaží čelit právě kvalitou, inovacemi, designem a originalitou výrobků (38).

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. v posledních deseti letech změnila svoji výrobu, aby se mohla přizpůsobit požadavkům zákazníků. Do svého sortimentu přidala více než dvacet nových souborů. Část z těchto souborů je vyráběna pomocí vylepšené technologie zažehlování, díky které se výrobky blíží vizuálně více ruční výrobě (39).

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. se orientuje zejména na výrobu z automatických linek, které umožňují vyrábět jak kvalitní, tak zároveň cenově dostupné výrobky. V roce 2018 společnost zahájila přípravné práce na výstavbě nové vany V3 a generální opravě linek

L3, L7 a L9 včetně instalace nového foukacího a lisového stroje na linku L3 s cílem dále navýšit kapacity žehleného sortimentu (16).

Dále společnost klade důraz na výstupní kontrolu produkce, a to účinnými kamerovými systémy, zvyšující efektivnost průběžné kontroly na výstupu (40).

Hlavní konkurenční výhodou společnosti Crystalex CZ, s.r.o. je výroba vlastní křišťálové skloviny SPARKLE kategorie Cristallin. Tato sklovina vyniká vlastnostmi jako odolnost vůči teplotním šokům, skvělou mechanickou odolností, ale i vynikající brilancí a výbornými optickými vlastnostmi (40).

Výroba skla proti jiným odvětvím zatěžuje životní prostředí minimálně a nezatěžuje ho ani jako odpad. Podle Směrnice Integrované prevence a omezování znečištění se sledují emise do ovzduší, jako například tuhé znečišťující látky, oxidy dusíku, oxidy síry nebo oxid uhelnatý. Obchodováním s povolenkami na emise skleníkových plynů jsou emise CO₂ sledovány a prostřednictvím mechanismu obchodování s povolenkami i regulovány. Zdrojem emisí CO₂ je spalování zemního plynu a tavení sklářských surovin, a to hlavně vápence a sody. Z technologického hlediska není možné nahradit tyto tradičně používané sklářské suroviny jinými, ale i přes to produkce emisí CO₂ sklářského průmyslu patří se svým podílem 0,9 % z celkového produkovaného množství k nejmenším z průmyslových odvětví a energetiky (41).

Recyklace skla má velmi vysoký význam z hlediska ekologického, energetického i technického. Sklo jako odpad je významnou druhotnou surovinou, kterou lze navrátit téměř v celém množství do oběhu nebo do výrobního koloběhu. Náhrada surovin používaných pro výrobu skla tak přináší snižování výrobních nákladů, šetří neobnovitelné přírodní zdroje a vede k poklesu energetické náročnosti výroby (42).

4.3 Porterův model pěti sil

K analyzování síly konkurence v mikroprostředí, ve kterém společnost působí, byl použit Porterův model pěti sil, který se zabývá hrozbou vstupu nových konkurentů, samotnou konkurencí, dodavateli, zákazníky a hrozbou substitučních výrobků.

Hrozba vstupu nových konkurentů

Hrozba vstupu nových konkurentů do odvětví není příliš vysoká, a to z důvodu vysoké technické náročnosti výroby, při které je potřeba dostatek finančních prostředků na pořízení výrobních zařízení podporující nejnovější technologie.

Za další možnou bariéru vstupu do odvětví lze považovat dlouholetou tradici a historii sklářského odvětví a dobré jméno společnosti na trhu. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. je výhradním majitelem ochranných známek Bohemia Crystal® a Bohemia Glass®, které představují záruku prověřené vysoké kvality českého sklářství (19).

Možnou hrozbou vstupu konkurence na trh je dovoz levnějšího zboží zejména z asijských zemí, které sice znamenají nižší cenu, ale zároveň horší kvalitu.

Konkurence

V České republice existuje zhruba 30 podniků s více než dvaceti zaměstnanci, které mají jako hlavní činnost výrobu užitkového skla. K největším z nich patří právě oceňovaný Crystalex CZ, s.r.o. Dále zde působí i celá řada menších firem s rozmanitým sortimentem (20).

Největší konkurenci představují společnosti, které jsou historicky spjaty s dříve existujícím konsolidačním celkem Bohemia Crystalex Trading, a.s. Tento celek zanikl v roce 2008, ale společnosti, které sdružovala, nadále existují pod jiným názvem a jsou nejvýznamnějšími výrobci užitkového skla (17).

Crystalite Bohemia, a.s.

Společnost Crystalite Bohemia a.s. se zabývá výrobou nápojového a dekoračního skla pro hotely, restaurace, obchody a domácnosti. Produkty společnosti jsou sklenice, odlivky, nápojové sety, dekorativní předměty a svícny. Své výrobky vyváží do více než 82 zemí celého světa. Její výrobní závod se nachází ve Světlé nad Sázavou (43).

Tabulka č. 12: Tržní podíl společnosti Crystalite Bohemia, a.s.

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 44)

Crystalite Bohemia a.s.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (v tis. Kč)	823 998	784 943	842 514	923 905	1 060 796	1 254 727	1 115 459
Tržní podíl (v %)	1,226%	1,161%	1,143%	1,180%	1,197%	1,361%	1,163%

Kavalierglass, a.s.

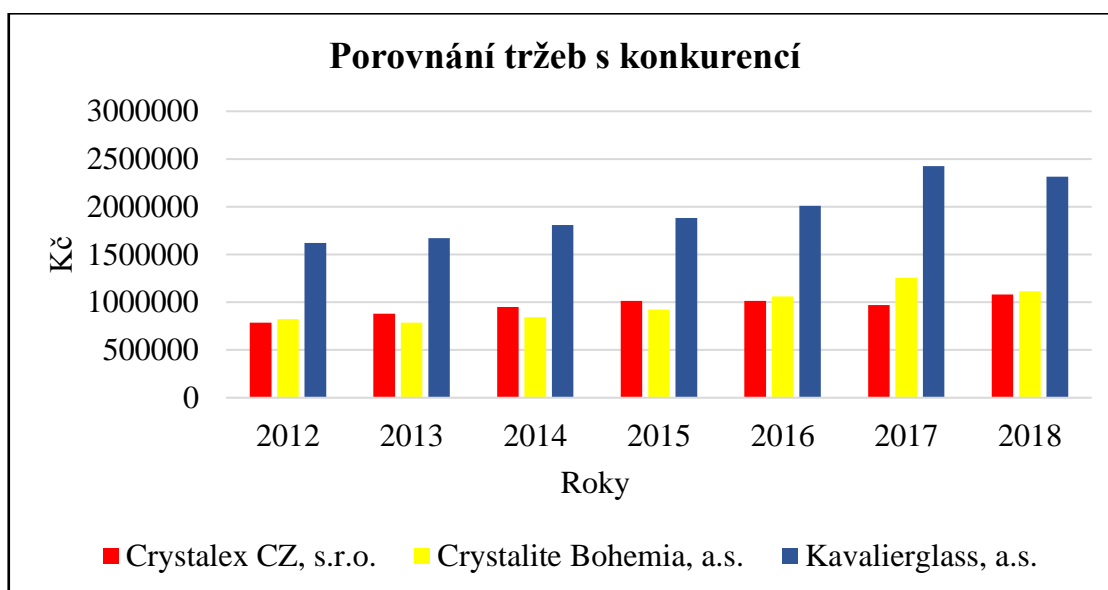
Tato společnost je předním evropským výrobcem ve výrobě borosilikátového skla. Vyrábí velmi široký sortiment varného skla pro domácnost, dále průmyslového, laboratorního a technického skla, trubic a průmyslových aparatur, čímž se trochu liší od společnosti Crystalex CZ, s.r.o. Společnost většinu své produkce vyváží do více než 90 zemí světa. Výrobní závod se nachází ve městě Sázava (45).

Tabulka č. 13: Tržní podíl společnosti Kavalierglass, a.s.

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 46)

KavalierGlass, a.s.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby (v tis. Kč)	1 619 836	1 670 385	1 809 029	1 882 606	2 008 446	2 424 792	2 315 142
Tržní podíl (v %)	2,410%	2,470%	2,454%	2,405%	2,267%	2,630%	2,414%

V následujícím grafu jsou porovnány tržby společnosti Crystalex CZ, s.r.o. se zmíněnými konkurenty.



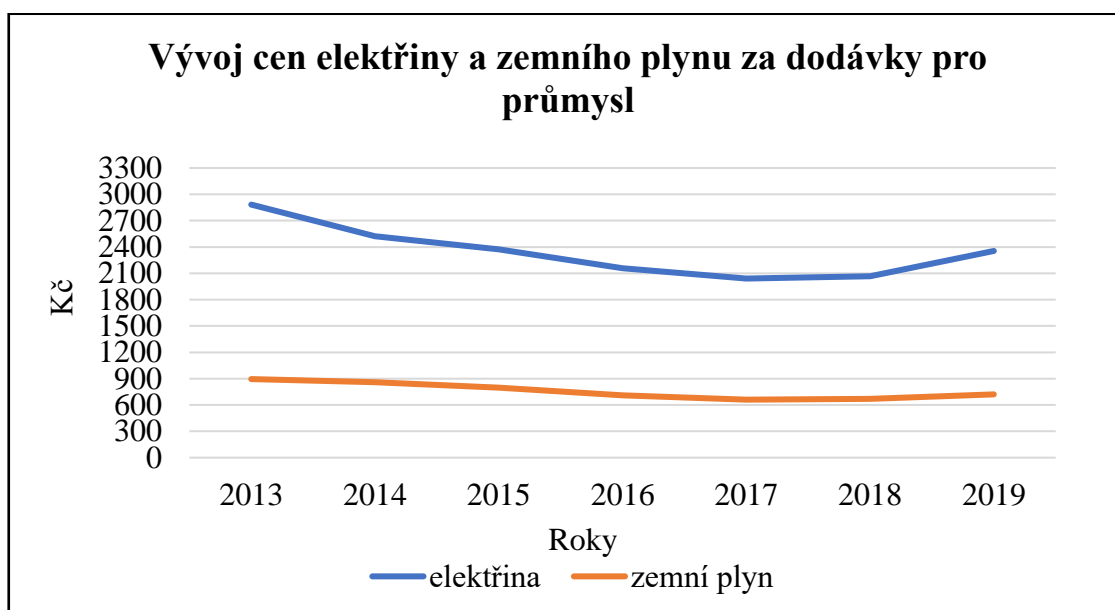
Graf č. 5: Porovnání tržeb společnosti Crystalex CZ, s.r.o. s konkurencí

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16,44,46)

Dodavatelé

Z dostupných oficiálních zdrojů nelze zjistit konkrétní dodavatele jednotlivých surovin potřebných pro výrobu užitkového skla, a proto nelze určit vyjednávací sílu dodavatelů. Avšak z postupu pro výrobu křišťálového skla je známo, že se vyrábí tavením sklářského písku se sodou a vápencem. Nejlepší pro tuto výrobu je vysoce kvalitní sklářský písek s vysokým obsahem SiO₂. V České republice těží a dodávají tento písek pouze Provozínské písky, a.s. a Sklopísek Střeleč, a.s. Na základě toho lze předpokládat vyšší vyjednávací sílu dodavatelů (17). Český sklářský průmysl používá k výrobě skla dva energetické zdroje, a to zemní plyn a elektrickou energii. V oblasti zpracování dominuje elektřina a v oblasti tavení se více využívá zemní plyn. Podíl spotřeby elektřiny na celkové spotřebě energie je zhruba 15 % – 20 % (47).

V následujícím grafu je znázorněn vývoj cen elektřiny a zemního plynu za dodávky pro průmysl v letech 2013-2019.

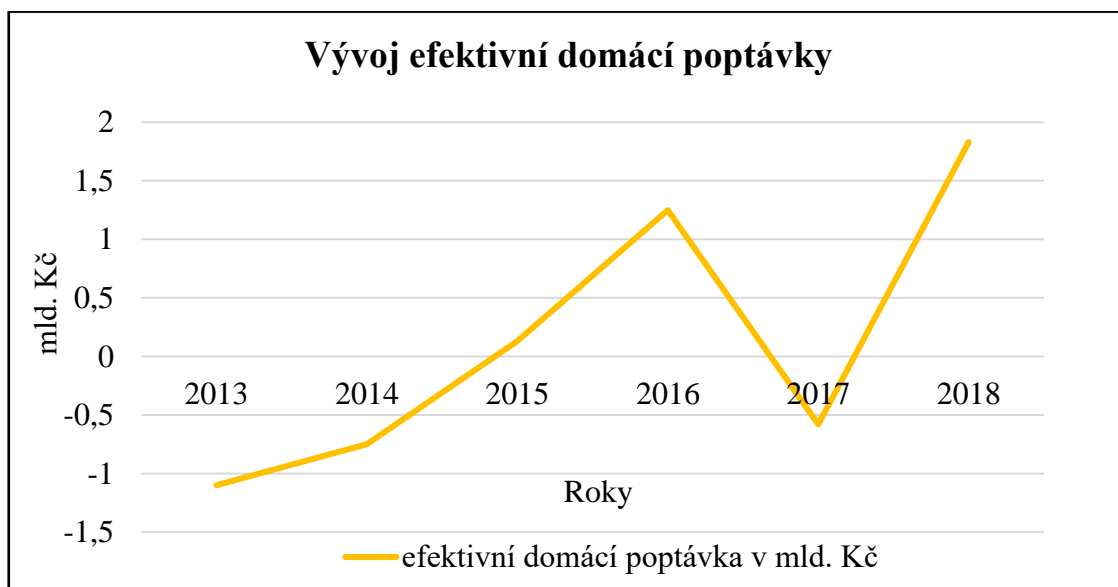


Graf č. 6: Vývoj cen elektřiny a zemního plynu za dodávky pro průmysl

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 48)

Zákazníci

Hlavními zákazníky společnosti jsou restaurace a hotely, kam putuje velká část produkce. Jak již bylo zmíněno, společnost Crystalex CZ, s.r.o. vyváží až 90 % své produkce do zahraničí. A to zejména do států EU, Ruska, Ukrajiny, ale i dalších států bývalého Sovětského svazu. Část produkce se vyváží i do zemí Severní a Jižní Ameriky, ale i do afrických a asijských zemí (15). U této části zákazníků se dá předpokládat vyšší tlak na splnění jejich požadavků, což může znamenat vyšší míru kupní síly. Zbývající část jsou pouze jednotliví zákazníci, jejichž smluvní síla je poměrně malá, jelikož nakupují tyto výrobky pouze jako příležitostné zboží založené na tradiční značce. V následujícím grafu je znázorněn vývoj efektivní domácí poptávky v letech 2013-2018.



Graf č. 7: Vývoj efektivní domácí poptávky

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 20)

Hrozba substitučních výrobků

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. vyrábí převážně skleněné gastro výrobky, nápojové sklo každodenní potřeby, džbány a vázy. Tyto produkty mohou být snadno zaměněny substituty, avšak výrobky této společnosti se liší od ostatních svojí vysokou kvalitou a unikátním designem, a proto jsou vyhledávány zejména zákazníky zakládajícími si na

vysoké kvalitě a originálním designu. Přesto u některých druhů výrobků jako například u nápojového skla může dojít k vyšší hrozbě záměny za levnější substituty.

4.4 Analýza vnitřního prostředí

Analýza vnitřního prostředí společnosti byla provedena na základě modelu 7S. Tento model hodnotí společnost na základě sedmi faktorů, které se navzájem ovlivňují.

Strategie

Strategie společnosti Crystalex CZ, s.r.o. je založena na existenci dlouhodobé tradice, spojené se sklářstvím historicky v České republice. Cíl společnosti je podle zprávy společnosti na jejich webových stránkách, zprostředkovat svým náročným zákazníkům dokonalý a jedinečně harmonický smyslový zážitek při každém napití (15). Cílem společnosti je tedy zvyšování kvality a rozmanitosti jejich výrobků.

Struktura

Organizační struktura založená na kvalitním managementu patří mezi důležité faktory úspěšné společnosti. Vrcholovým orgánem společnosti je valná hromada. Statutární orgán je tvořen třemi jednatelemi. Společnost zastupují vždy společně dva jednatele. Kontrolním orgánem je dozorčí rada, složená ze tří členů. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. má dva závody, a to závod v Novém Boru a závod v Karolince.

Systemy

Společnost používají plnohodnotný podnikový informační systém SAP, který zahrnuje správu všech důležitých činností společnosti, od účetnictví, financí, řízení vztahů se zákazníky (CRM), personalistiku, nákup a síť dodavatelů, výrobu až po controlling. Systém slouží pro zaměstnance celé společnosti, každému je zpřístupněna pouze ta část, kterou potřebují ke své práci. Hodně výstupu a sestav ze systému je nastaveno přímo pro účely společnosti. Další systém, který společnost využívá pro podporu prodeje svůj vlastní internetový e-shop, který poskytuje společnosti konkurenční výhodu, neboť nejbližší konkurence nedisponuje internetovým obchodem.

Styl

Na řízení společnosti se podílejí tři jednatele. Vystupovat za společnost musí vždy dva jednatele společně. Ve společnosti se uplatňuje především demokratický styl řízení. Mezi zaměstnavatelem a zaměstnancem existuje vztah nadřízenosti a podřízenosti, zaměstnanci mají možnost vyjádřit své názory, ale v důležitých rozhodnutích se uplatňuje autokratický styl řízení.

Spolupracovníci

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. zaměstnává 815 zaměstnanců, z toho 9 zaměstnanců je součástí řídicích a kontrolních orgánů (14). Více než 600 zaměstnanců je zkušených specialistů, technologů a odborných řemeslníků, kteří spolupracují s významnými českými i zahraničními návrháři a vyrábí neustále inovovaný sortiment sklářských výrobků. V průměru se ve sledovaném období počet zaměstnanců zvyšoval. Zkušenosti zaměstnanci předávají své odborné zkušenosti novým zaměstnancům a vytváří tak přátelské pracovní prostředí.

Schopnosti

Zaměstnavatel svým zaměstnancům poskytuje pravidelná školení nezbytné pro výkon jejich činnosti, jako je školení bezpečnosti práce, požární ochrany a školení řidičů. V posledních letech z důvodu nedostatku kvalitní pracovní síly se zaměstnavatel snaží motivovat svoje zaměstnance různými druhy benefitů, např. 5 týdnů dovolené, možnost závodního stravování, příspěvek na hromadné, dětské rekreace, příspěvek na dopravu. Těmito benefity se snaží udržovat vzájemné vztahy a posilovat loajalitu ke společnosti.

Sdílené hodnoty

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. zaměstnává přes 800 zaměstnanců a je velmi důležité, aby se vztahy na pracovišti nesly v duchu přátelství, sdílení hodnot společnosti a přirozeném poctivém přístupu k práci. Společnost se snaží nejen svým motivačním programem, ale i přístupem k novým zaměstnancům přispět a předávat filosofii a morální přístup ke společnosti a tím zajišťovat spokojenost zákazníků, která představuje základní hodnotu společnosti.

4.5 Finanční analýza

V této kapitole je provedena finanční analýza společnosti Crystalex CZ, s.r.o., a to prostřednictvím vybraných metod finanční analýzy, která slouží ke zhodnocení finanční situace podniku. Finanční analýza je zpracována za pětileté období, a to od roku 2014-2018. Potřebná data jsou čerpána z veřejně dostupných účetních výkazů společnosti.

4.5.1 Analýza absolutních ukazatelů

Základem finanční analýzy je analýza absolutních ukazatelů. Horizontální analýza umožňuje sledovat vývoj jednotlivých položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty v čase. Zatímco vertikální analýza znázorňuje podíl dílčí položky ke zvolené základně. Analýza je provedena pouze u vybraných položek aktiv a pasiv.

Analýza majetku společnosti

Na základě horizontální analýzy aktiv je vidět, že celková aktiva ve sledovaném období neustále rostou. V roce 2015 se na růstu podílí oběžná aktiva, a to zejména navýšením zásob a to o 13,8 %, v ostatních letech dochází k nárůstu v podobě dlouhodobého majetku. V roce 2016 dochází k poklesu zásob 6,5 %, navýšily se hmotné movité věci o 33,5 %, tzn. že společnost nakoupila nové stroje a zařízení. V roce 2017 dochází k další nárůstu movitých věcí, ale i k navýšení peněžních prostředků v návaznosti ke snížení dlouhodobého finančního majetku. V roce 2018 dochází k nejvyššímu nárůstu celkových aktiv ve sledovaném období, avšak způsobený nárůstem oběžných aktiv, kdy zavedením nových strojů a zařízení do výroby došlo k navýšení výrobních zásob, krátkodobých pohledávek i peněžních prostředků. V položkách dlouhodobého nehmotného majetku ve sledovaném období dochází k poklesu, který byl způsoben postupným odpisováním položky ocenitelná práva, jež byla v průběhu období plně odepsána. v položce dlouhodobý nehmotný majetek, která je tvořena emisními povolenkami, dochází k růstu v roce 2018 o 32,2 %. Položka software dosahovala ve sledovaném období klesající hodnoty způsobené hlavně vysokými hodnotami oprávek.

Tabulka č. 14: Horizontální analýzy vybraných položek aktiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Rozvaha – aktiva, změna v %	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Aktiva celkem	2,36	1,11	2,02	8,51
Dlouhodobý majetek	-2,86	5,48	4,02	1,45
Dlouhodobý nehmotný majetek	-54,97	-54,17	-12,31	37,74
Ocenitelná práva	-73,38	-92,44	-60,97	36,82
Software	-42,20	-54,42	-60,97	36,82
Ostatní dl. nehmotný majetek	-1,91	1,68	-8,14	32,19
Dlouhodobý hmotný majetek	-1,63	9,99	7,04	0,86
Stavby	-7,13	-7,04	-5,22	-5,36
Hmotné mov. věci a jejich soubory	-4,79	33,44	17,39	-7,19
Dlouhodobý finanční majetek		-33,35	-100,00	
Oběžná aktiva	5,81	-1,92	0,40	13,64
Zásoby	13,80	-6,52	0,96	9,80
Krátkodobé pohledávky	8,64	6,79	-3,37	15,28
Peněžní prostředky	-33,24	-4,60	13,23	30,52
Časové rozlišení	16,06	44,85	27,69	-8,43

Při provedení vertikální analýzy byla jako základna použita hodnota celkových aktiv. Větší podíl na celkových aktivech připadá na oběžná aktiva, který se ve sledovaném období pohyboval okolo 60 %. Z toho vyplývá, že společnost se označuje za kapitálově lehkou. Protože se jedná o výrobní společnost, největší podíl na oběžných aktivech v celém sledovaném období představují zásoby. Největší podíl zásob se objevil v roce 2015 a to 35,71 %. Dlouhodobý majetek se podílí na celkových aktivech ve sledovaném období ve výši 40 %. Významnou položkou dlouhodobého majetku je hmotný movitý majetek, který v letech 2016 a 2017 vzrostl až na 23 % a 26,5 % a to z důvodu nákupu nových strojů a zařízení.

Tabulka č. 15: Vertikální analýzy vybraných položek aktiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Rozvaha – aktiva v %	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dlouhodobý majetek	40,25	38,20	39,84	40,63	37,98
Dlouhodobý nehmotný majetek	3,80	1,67	0,76	0,65	0,83
Ocenitelná práva	3,08	0,80	0,06	0,02	0,03

Software	0,24	0,13	0,06	0,02	0,03
Dlouhodobý hmotný majetek	36,45	35,02	38,10	39,97	37,15
Stavby	14,73	13,37	12,29	11,42	9,96
Hmotné mov. věci a jejich soubory	18,81	17,49	23,09	26,57	22,72
Dlouhodobý finanční majetek	0,06	0,02	0,05	0,00	0,00
Oběžná aktiva	59,36	61,36	59,51	58,57	61,34
Zásoby	32,12	35,71	33,01	32,67	33,05
Krátkodobé pohledávky	19,27	20,45	21,60	20,46	21,74
Peněžní prostředky	7,97	5,20	4,91	5,44	6,55
Časové rozlišení	0,40	0,45	0,64	0,80	0,68

Analýza zdrojů financování společnosti

Horizontální analýza pasiv ukazuje ve sledovaném období růst vlastního kapitálu, k nejvyššímu nárůstu dochází v roce 2018 a to na základě růstu položky nerozdělený zisk minulých let a položky VH běžného období. Položka nerozdělený zisk minulých let v roce 2015 vzrostla o 216,86 % a roste i v dalších období, což značí, že společnost značnou část výsledku hospodaření nechává ve společnosti. Cizí zdroje zaznamenávají ve sledovaném období mimo roku 2016 rostoucí tendenci. V letech 2016 a 2018 došlo k významnému navýšení dlouhodobých závazků k úvěrovým institucím. U položky závazků za ovládanou nebo ovládající osobou, která představuje úročenou nebankovní půjčku, dochází v roce 2018 k poklesu o 43,05 %. U závazků z obchodních vztahů byl v roce 2015 nárůst o 35,75 % a v ostatních letech pořád roste přes 2 %, mimo rok 2017 kdy dochází k poklesu o 8,25 %. Krátkodobé závazky k úvěrovým institucím zaznamenaly pokles kromě roku 2015, kdy došlo k nárůstu o 22,7 % ovšem v tomto roce došlo ke snížení dlouhodobých závazků o téměř 80 %.

Tabulka č. 16: Horizontální analýza vybraných položek pasiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Rozvaha – pasiva, změna v %	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Pasiva celkem	2,36	1,11	2,02	8,51
Vlastní kapitál	4,39	7,73	3,83	16,30
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
VH minulých let (+/-)	216,86	36,13	21,42	13,70
Nerozdělený zisk minulých let	216,86	36,13	21,42	13,70

VH běžného úč. období (+-)	-40,91	-19,30	-29,30	74,30
Cizí zdroje	1,60	-1,70	1,18	4,54
Rezervy	6,04	20,53	-20,12	37,59
Závazky k úvěr. institucím dlouhodobé	-79,83	281,34	31,40	160,12
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	-0,76	0,00	0,00	-43,05
Závazky k úvěr. institucím krátkodobé	22,77	-23,54	-0,31	-7,23
Závazky z obchodních vztahů	35,75	2,65	-8,25	2,21
Časové rozlišení pasiv	-26,76	-6,79	-4,94	121,81

Z vertikální analýzy pasiv vyplývá že pasiva společnosti jsou tvořena zejména cizími zdroji a to zhruba 70 % v roce 2014, v ostatních letech se podíl postupně snižuje až na 65 % v roce 2018. Největší zastoupení v cizích zdrojích mají krátkodobé závazky vůči úvěrovým institucím a to kolem 20 % v roce 2014 a v roce 2015 23 %, ale které se v průběhu dalších let snižují až na 14,7 % v roce 2018 a to na úkor dlouhodobých závazků k úvěrovým institucím, které se v roce 2014 podílí na pasivech 7,2 %, v roce 2015 dokonce pouze 1,5 %, ale v dalších letech se podíl zvyšuje až na 14,9 % v roce 2018. Další významnou položkou v cizích zdrojích jsou závazky za ovládanou nebo ovládající osobou, a to téměř s 21% podílem na cizích zdrojích. V roce 2018 dochází k částečnému splacení nebankovní půjčky a tím dochází ke snížení podílu na 10,76 %. Další položkou cizích zdrojů jsou závazky z obchodních vztahů, jejichž podíl činní ve sledovaném období v průměru 9-12 %. Vlastní zdroje tvoří převážně 30 % pasiv společnosti, v průběhu sledovaného období rostou až na 34,8 % v roce 2018. Základní kapitál se pohybuje ve stabilním podílu okolo 12 %. Významnou položkou vlastního kapitálu tvoří nerozdělený zisk minulých let, který vzrostl z 3 % podílu v roce 2014 až na 17,2 % v roce 2018, to znamená že společnost vždycky polovinu svého zisku v daném roce zanechává ve společnosti. Součástí vlastního kapitálu je výsledek hospodaření v běžném období, který v roce 2014 představoval 13 % podíl na pasivech společnosti, ale během sledovaného období se tento podíl velmi snížil, v roce 2017 činil pouze 4 %, to znamená, že dochází k poklesu výsledků hospodaření ve sledovaném období.

Tabulka č. 17: Vertikální analýza vybraných položek pasiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Rozvaha – pasiva, změna v %	2014	2015	2016	2017	2018
Pasiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	29,36	29,94	31,90	32,47	34,80
Základní kapitál	12,63	12,34	12,20	11,96	11,02
VH minulých let (+/-)	3,31	10,24	13,79	16,41	17,20
Nerozdělený zisk minulých let	3,31	10,24	13,79	16,41	17,20
VH běžného úč. období (+-)	12,82	7,40	5,91	4,09	6,58
Cizí zdroje	70,42	69,90	67,96	67,40	64,93
Rezervy	2,35	2,44	2,90	2,27	2,88
Závazky k úvěr. institucím dlouhodobé	7,27	1,43	5,40	6,96	16,67
Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba	21,82	21,15	20,92	20,50	10,76
Závazky k úvěr. institucím krátkodobé	19,66	23,57	17,83	17,42	14,89
Závazky z obchodních vztahů	9,19	12,19	12,37	11,13	10,48
Časové rozlišení pasiv	0,22	0,16	0,14	0,13	0,27

Analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty zobrazuje, jak se jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty mění v rámci času. Důležitou položkou výkazu jsou tržby za výrobky a služby, které v roce 2015 vzrostly o 6,88 %, ale v letech 2016 a 2017 klesají zhruba o 4,5 %, avšak v roce 2018 dochází opět k růstu a to o 11,2 %. Tržby za prodej zboží významně vzrostl v roce 2015 o 166,5 %, ale v následujících letech dochází k významnému poklesu, a to v roce 2016 o 32 % a roce 2017 o 21,6 %. V roce 2017 byl pokles tržeb způsoben zpevněním české koruny proti euru a americkému dolaru. V roce 2018 dochází k mírnému navýšení o 8 %. Výkonová spotřeba a spotřeba energií v roce 2016 roste o 6 % až 7 % podobně s růstem tržeb, v roce 2016 dochází k poklesu těchto položek, i když více v porovnání s poklesem tržeb. Naopak v roce 2017 dochází k růstu výkonové spotřeby o 6,2 % a spotřeby energií o 6,13 %, i když dochází k poklesu celkových tržeb. Předpokládá se, že to bylo způsobeno zapojením do výroby nových strojů a zařízení, které společnost pořídila v roce 2016 a 2017. Neboť v roce 2018 dochází k nárůstu těchto položek v menší míře, než je nárůst celkových tržeb. Osobní náklady velmi významně vzrostly v roce 2015 a to o 19,7 % a měly podíl na poklesu provozního hospodářského výsledku o 37,11 %. V roce 2016 došlo k růstu pouze o 1,2

%, přesto provozní hospodářský výsledek klesl o 18 %, způsobený poklesem tržeb. V roce 2017 dochází k růstu osobních nákladů téměř o 10 % a spolu s poklesem tržeb dochází k poklesu provozního hospodářského výsledku o 39,6 %. V roce 2018 rostou pouze o 1,3 % a spolu s významným růstem tržeb, s nízkým růstem výkonové spotřeby a energií dochází k růstu provozního hospodářského výsledku o 93,5 %. Výsledek hospodaření za účetní období v jednotlivých letech sledovaného období klesal, v roce 2015 o 41 %, v roce 2016 téměř o 19,3 % a v roce 2017 o 29,3 %, ale v roce 2018 dochází k nárůstu o 74,3 %. Na pokles výsledků hospodaření v účetním období měl hlavní vliv růst osobních nákladů a pokles celkových tržeb.

Tabulka č. 18: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Výkaz zisku a ztrát – změna v %	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018
Tržby za výrobky a služby	6,88	-0,19	-4,23	11,22
Tržby za prodej zboží	166,65	-32,08	-21,62	8,13
Výkonová spotřeba	6,65	-9,99	6,28	5,79
Spotřeba materiálu a energie	7,65	-13,20	6,13	3,77
Změna stavu zásob vlastní činnosti	594,52	-222,01	-164,54	-65,05
Aktivace	-64,34	43,23	53,81	-50,31
Osobní náklady	19,75	1,17	9,12	1,32
Odpisy dl. majetku	0,00	-14,55	-0,09	1,20
Provozní výsledek hospodaření	-37,11	-18,06	-39,55	93,32
Finanční výsledek hospodaření	-18,20	-12,33	-101,59	-6380,45
Daň z příjmů za běžnou činnost	-35,57	-18,86	-14,09	28,60
VH po zdanění	-40,91	-19,30	-29,30	74,30
VH za účetní období (+,-)	-40,91	-19,30	-29,30	74,30

Pro výpočet vertikální analýzy výkazu zisku a ztrát byl použit jako základna celkový obrat společnosti. Neboť se jedná o výrobní společnost, tržby za výrobky a služby tvoří převážnou část všech výnosů společnosti. Ve sledovaném období se tento podíl zvyšoval a oproti roku 2014 kdy činil 93,5 % se zvýšil v roce 2018 na 97,15 %. Oproti tomu se podíl výkonové spotřeby snižoval a to z 53,4 % v roce 2014 a na 52,7 % v roce 2018. Také spotřeba energií ve sledovaném období měla klesající tendenci, a to z 40,4 % v roce 2014 na 38 % v roce 2018. Za to osobní náklady ve sledovaném období měly vzrůstající tendenci. Jejich podíl na celkových tržbách činil v roce 2014 26,8 %, ale v

roce 2017 již tento podíl představoval 35,5 %. V roce 2018 podíl osobních nákladů klesl na 32,88 %, ale ten byl způsoben významným nárůstem tržeb za výrobky a služby. Podíl provozního výsledku hospodaření a výsledku hospodaření za účetní období na celkových tržbách byl nejvyšší v roce 2014 a to 14,9 % a 10,5 %. V dalších letech s ohledem na pokles tržeb a růstu osobních nákladů dochází k postupnému poklesu podílu těchto položek, i když v roce 2018 se podíl provozního výsledku hospodaření zvýšil na 8,2 % a podíl výsledku hospodaření za účetní období na 5,6 %.

Tabulka č. 19: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Výkaz zisku a ztrát – změna v %	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za výrobky a služby	93,49	96,15	97,25	95,55	97,15
Tržby za prodej zboží	0,62	1,59	1,09	0,88	0,87
Výkonová spotřeba	53,36	54,77	49,95	54,47	52,67
Spotřeba materiálu a energie	40,38	41,83	36,79	40,06	38,00
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-0,49	-3,25	4,02	-2,66	-0,85
Aktivace	-3,55	-1,22	-1,77	-2,79	-1,27
Osobní náklady	26,84	30,93	31,71	35,50	32,88
Odpisy dl. majetku	0,00	6,67	5,78	5,92	5,48
Provozní výsledek hospodaření	14,90	9,01	7,48	4,64	8,20
Finanční výsledek hospodaření	-1,90	-1,50	-1,33	0,02	-1,24
Daň z příjmů za běžnou činnost	2,51	1,55	1,28	1,13	1,32
VH po zdanění	10,49	5,96	4,88	3,54	5,64
VH za účetní období (+,-)	10,49	5,96	4,88	3,54	5,64

4.5.2 Analýza poměrových ukazatelů

Jednou z nejpoužívanějších metod finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů, která podává rychlý přehled o finanční situaci podniku. V této kapitole budou použity ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti a likvidity. Vypočtené hodnoty těchto poměrových ukazatelů budou srovnány s oborovým průměrem a konkurencí.

Ukazatele rentability

Ukazateli rentability bude vyhodnocena výnosnost podniku, a to zejména ukazateli rentability celkových vložených aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb.

Rentabilita celkových vložených aktiv (ROA)

Tabulka č. 20: Rentabilita celkových vložených aktiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

ROA v %	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	18,34	11,27	9,09	6,43	9,20
Odvětví NACE 23	9,19	10,72	8,90	7,83	7,83
Crystalite Bohemia, a.s	3,42	8,00	8,91	4,70	5,36
Kavalierglass, a.s.	6,93	6,81	13,08	-13,30	16,96

Rentabilita celkových vložených aktiv se ve sledovaném období pohybuje nad oborovým průměrem v daných letech, kromě roku 2017, kdy klesla lehce pod oborový průměr, což bylo způsobeno výrazným poklesem provozního výsledku hospodaření. V porovnání s konkurencí jsou hodnoty rentability celkových vložených aktiv společnosti Crystalex CZ, s.r.o. vyšší, mimo let 2016 a 2018, kdy společnost Kavalierglass, a.s., vykazuje výrazně vyšší hodnoty než obor i konkurence.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Tabulka č. 21: Rentabilita vlastního kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

ROE v %	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	43,68	24,72	18,52	12,61	18,90
Odvětví NACE 23	12,92	15,33	12,56	11,22	10,55
Crystalite Bohemia, a.s	8,02	17,76	22,52	10,11	11,94
Kavalierglass, a.s.	10,25	9,81	31,82	-288,78	40,58

Rentabilita vlastního kapitálu má podobný vývoj jako rentabilita celkových vložených aktiv. Nejnižší hodnotu vykazuje společnost Crystalex CZ, s.r.o. opět v roce 2017, avšak i přesto se pohybuje nad oborových průměrem, stejně jako v celém sledovaném období. V porovnání s konkurencí je opět hodnota ROE vyšší než u konkurence, kromě roku 2016 a 2018 u společnosti Kavalierglass, a.s., kdy je významně nižší a v roce 2016 je lehce nižší i u společnosti Crystalite Bohemia, a.s.

Rentabilita tržeb (ROS)

Tabulka č. 22: Rentabilita tržeb

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

ROS v %	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	15,94	9,29	7,63	5,76	8,05
Odvětví NACE 23	10,93	12,60	10,21	8,92	8,91
Crystalite Bohemia, a.s	3,14	7,03	9,09	4,25	4,78
Kavalierglass, a.s.	6,16	5,61	10,16	-12,84	17,63

U rentability tržeb se společnost Crystalex CZ, s.r.o. kromě roku 2014 nachází pod oborovým průměrem, což bylo zapříčiněno klesajícími tržbami a nižším provozním výsledkem hospodaření. Avšak v roce 2018 se již společnost přibližuje svojí hodnotou rentability k oborovému průměru. V porovnání s konkurencí vykazuje společnost vyšší hodnotu rentability tržeb než konkurence, opět kromě roku 2016 a 2018 u společnosti Kavalierglass, a.s. a u společnosti Crystalite Bohemia, a.s. v roce 2016, kdy je tato hodnota rentability nižší.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyhodnocují, jak společnost efektivně hospodaří s jednotlivými aktivy, a to zejména ukazateli obratu celkových aktiv, doby obratu zásob, doby obratu pohledávek a doby obratu závazků.

Obrat celkových aktiv

Tabulka č. 23: Obrat celkových aktiv

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Obrat celkových aktiv	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	1,15	1,21	1,19	1,12	1,14
Odvětví NACE 23	0,84	0,85	0,87	0,88	0,88
Crystalite Bohemia, a.s	1,09	1,14	0,98	1,22	1,12
Kavalierglass, a.s.	1,12	1,21	1,29	1,04	0,96

Ukazatel obratu celkových aktiv znamená, kolikrát se za rok v podniku obrátí aktiva. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. se vždy ve sledovaném období nachází nad hodnotou 1, což je minimálně doporučená hodnota tohoto ukazatele. Společnost vykazuje hodnotu obratu vždy vyšší, než je průměr v odvětví. V porovnání s konkurencí, je kromě roku

2017 u Crystalite Bohemia, a.s. a roku 2016 u Kavalierglass, a.s., na tom lépe neboli vykazuje vyšší hodnotu tohoto ukazatele.

Doba obratu zásob

Tabulka č. 24: Doba obratu zásob

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Doba obratu zásob ve dnech	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	100	106	100	105	104
Odvětví NACE 23	64	72	72	75	75
Crystalite Bohemia, a.s	94	86	78	83	91
Kavalierglass, a.s.	118	98	119	140	138

Ukazatel doby obratu zásob znamená dobu, po kterou jsou zásoby vázány v podniku. Společnost vykazuje ve sledovaném období sice stabilní hodnoty tohoto ukazatele, které se pohybují v rozmezí 100 a 106 dní, ale horší, než jsou hodnoty oborového průměru. V porovnání s konkurencí společnost Crystalex CZ, s.r.o. vykazuje vyšší dobu obratu zásob než společnost Crystalite Bohemia, a.s. v celém sledovaném období, avšak oproti společnosti Kavalierglass, a.s kromě roku 2015, vykazuje nižší dobu obratu zásob.

Doba obratu pohledávek

Tabulka č. 25: Doba obratu pohledávek

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46)

Doba obratu pohledávek ve dnech	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	57	56	59	56	67
Crystalite Bohemia, a.s	57	57	65	48	69
Kavalierglass, a.s.	107	73	49	52	58

Doba obratu pohledávek znamená dobu, za kterou zákazníci průměrně zaplatí. Doba obratu pohledávek se u společnosti Crystalex CZ, s.r.o. v období roku 2014–2017 pohybuje od 56 do 59 dní. V roce 2018 se tato doba navýšila až na 67 dní. V porovnání s konkurencí se u společnosti Crystalite Bohemia, a.s. doba obratu pohledávek pohybuje přibližně stejně, kromě roku 2017, kdy se snížila na 48 dní. Společnost Kavalierglass, a.s. vykazuje vyšší dobu obratu pohledávek v letech 2014 a 2015, v ostatních letech se ale podařilo společnosti tuto dobu snížit i pod hodnoty společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

Doba obratu závazků

Tabulka č. 26: Doba obratu závazků

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46)

Doba obratu závazků ve dnech	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	29	36	37	36	33
Crystalite Bohemia, a.s	29	39	34	22	22
Kavalierglass, a.s.	59	57	38	16	26

Doba obratu závazků znamená, za jakou dobu společnost hradila své závazky. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. ve sledovaném období hradila své závazky mezi 29 a 37 dny. Tato doba odpovídá průměrné době splatnosti dodavatelských faktur. Oproti konkurenci je doba obratu závazků v letech 2016-2018 vyšší.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti sdělují, jakými zdroji je společnost financována. K tomu slouží ukazatel věřitelského rizika, koeficient samofinancování a ukazatel úrokového krytí.

Ukazatel věřitelského rizika

Tabulka č. 27: Ukazatel věřitelského rizika

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Ukazatel věřitelského rizika v %	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	70	70	68	67	65
Odvětví NACE 23	44	44	45	46	43
Crystalite Bohemia, a.s	72	68	69	67	68
Kavalierglass, a.s.	84	81	68	92	72

Společnost vykazuje ve sledovaném období zadluženost kolem 70 %. Od roku 2016 se pomalu snižuje až na hodnotu 65 % v roce 2018, což lze hodnotit pozitivně, protože došlo k zvýšení vlastního kapitálu dosažením vyššího výsledku hospodaření a ponechání ho na účtu zisky minulých let. Oborový průměr se ve sledovaném období pohybuje kolem 45 %, což znamená, že společnost Crystalex CZ, s.r.o. je financována více cizími zdroji než je v odvětví běžné, ale konkurence vykazuje hodnoty podobné jako společnost Crystalex CZ, s.r.o. a v některých letech se u společnosti Kavalierglass, a.s objevuje celková zadluženost i vyšší než 80 %.

Koeficient samofinancování

Tabulka č. 28: Koeficient samofinancování

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Koeficient samofinancování v %	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	29	30	32	32	35
Odvětví NACE 23	56	56	55	54	57
Crystalite Bohemia, a.s	27	31	30	32	31
Kavalierglass, a.s.	15	17	25	5	27

Koeficient samofinancování je opakem ukazatele celkové zadluženosti a ukazuje do jaké míry společnost kryje svůj majetek vlastními zdroji. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. je financována vlastními zdroji v průměru 30 % – 35 % ve sledovaném období, což znamená, že se nachází pod oborovým průměrem, který je zhruba 55 %.

Úrokové krytí

Tabulka č. 29: Úrokové krytí

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46)

Úrokové krytí	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	7,48	5,82	5,57	6,23	8,51
Crystalite Bohemia, a.s	4,70	9,59	17,57	7,33	6,08
Kavalierglass, a.s.	1,28	1,33	2,58	-3,66	4,63

Úrokové krytí sděluje, zda je společnost schopna splácet své nákladové úroky. U společnosti Crystalex CZ, s.r.o. je ukazatel v celém sledovaném období vyšší než hodnota 5, která je doporučenou hodnotou. To znamená, že v roce 2018 společnost svým ziskem pokryla nákladové úroky 8,51krát. Společnost Crystalite Bohemia, a.s. se pohybuje také nad doporučenou hodnotou, ale společnost Kavalierglass, a.s. má velmi nízkou hodnotu úrokového krytí ve sledovaném období, i když v roce 2018 už se situace zlepšuje.

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyhodnocují schopnost společnosti dostát svým závazkům, a to především ukazateli běžné likvidity, pohotové likvidity a okamžité likvidity.

Běžná likvidita

Tabulka č. 30: Běžná likvidita

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Běžná likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	1,71	1,50	1,70	1,73	1,95
Odvětví NACE 23	1,42	1,46	1,43	1,36	1,34
Crystalite Bohemia, a.s	1,53	3,13	2,07	2,13	1,95
Kavalierglass, a.s.	1,92	2,04	3,25	4,53	6,64

Hodnota běžné likvidity se u společnosti Crystalex CZ, s.r.o. pohybovala kolem hodnoty 1,7, kromě roku 2015, kdy běžná likvidita klesla na hodnotu 1,5, což bylo způsobeno výrazným nárůstem krátkodobých závazků a v roce 2018 se hodnota běžné likvidity navýšila na hodnotu 1,95, ale přesto se v celém sledovaném období hodnoty běžné likvidity pohybují v doporučeném rozmezí 1,5 – 2,5 a zároveň jsou tyto hodnoty vyšší než oborový průměr. V porovnání s konkurencí jsou hodnoty společnosti Crystalex CZ, s.r.o. nižší. Společnost Kavalierglass, a.s. se pohybuje dokonce výrazně nad doporučenými hodnotami.

Pohotová likvidita

Tabulka č. 31: Pohotová likvidita

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Pohotová likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	0,78	0,63	0,76	0,76	0,90
Odvětví NACE 23	0,91	0,88	0,85	0,82	0,81
Crystalite Bohemia, a.s	0,70	1,43	1,11	0,98	0,93
Kavalierglass, a.s.	1,01	1,11	1,35	2,18	3,51

Do výpočtu pohotové likvidity se nezahrnují zásoby podniku, díky čemuž jsou hodnoty pohotové likvidity u společnosti Crystalex CZ, s.r.o. nižší, než doporučované hodnoty, které jsou ve výši 1,0 – 1,5, protože zásoby tvoří velkou část oběžných aktiv společnosti. Hodnoty společnosti Crystalex CZ, s.r.o jsou nižší než oborový průměr i než hodnoty u konkurence. V roce 2018 lze pozorovat zlepšení a přiblížení se k doporučované hodnotě.

Okamžitá likvidita

Tabulka č. 32: Okamžitá likvidita

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 44, 46, 49)

Okamžitá likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Crystalex CZ, s.r.o.	0,23	0,13	0,14	0,16	0,21
Odvětví NACE 23	0,22	0,20	0,23	0,19	0,19
Crystalite Bohemia, a.s	0,11	0,18	0,20	0,25	0,07
Kavalierglass, a.s.	0,18	0,21	0,43	0,73	0,72

Ukazatel okamžité likvidity ukazuje, jestli společnost disponuje dostatečnou výší peněžních prostředků k uhrazení nezbytných krátkodobých závazků. Doporučenou hodnotou je alespoň 0,2. Společnost Crystalex CZ, s.r.o. se nad touto hodnotou pohybuje pouze v letech 2014 a 2018, a v těchto letech se pohybuje i nad oborovým průměrem. V porovnání s konkurencí společnost Kavalierglass, a.s. dosahuje doporučených hodnot, u společnosti Crystalite Bohemia a.s. došlo v roce 2018 k významnému snížení hodnoty tohoto ukazatele.

4.5.3 Bonitní a bankrotní modely

Pomocí vybraných soustav ukazatelů, a to Altmanova Z-scóre a Indexu IN05 bude posouzena finanční situace společnosti neboli bude stanoveno celkové finanční zdraví společnosti.

Altmanovo Z-scóre

Altmanovo Z-scóre obsahuje 4 finanční ukazatele, které dokáží předpovědět bankrot společnosti.

Tabulka č. 33: Altmanův index

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Altmanův index											
Ukazatel	Váha	2014		2015		2016		2017		2018	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
ČPK/A	0,72	0,25	8,42	0,20	7,41	0,25	8,97	0,25	9,66	0,30	10,63
NZ/A	0,85	0,03	1,34	0,10	4,40	0,14	5,96	0,16	7,59	0,17	7,24
EBIT/A	3,11	0,18	27,16	0,11	17,73	0,09	14,39	0,06	10,90	0,09	14,21
VK/CZ	0,42	0,42	8,35	0,43	9,11	0,47	10,05	0,48	11,04	0,54	11,19
T/A	1,00	1,15	54,74	1,21	61,35	1,19	60,63	1,12	60,80	1,14	56,74
Z-scóre		2,10	100,00	1,97	100,00	1,96	100,00	1,83	100,00	2,01	100,00
Ohrožen?		ŠZ		ŠZ		ŠZ		ŠZ		ŠZ	

Hodnoty Altmanova Z-scóre se ve sledovaném období u společnosti Crystalex CZ, s.r.o. pohybují v tzv. šedé zóně, což je od 1,23 – 2,9. V celém sledovaném období se hodnota indexu pohybuje v průměru kolem 2. Nejvyšší podíl na této hodnotě měl ukazatel obrátu aktiv, který tvořil podíl až 60 % na celkovém indexu. Z výsledku Altmanova Z-scóre se sice nedá s jistotou říci, ale dá se předpokládat, že společnosti nehrozí bankrot, neboť se hodnota indexu pohybuje blíže k vyšší hranici intervalu.

Index IN 05

Spolehlivější výsledek soustav ukazatelů lze očekávat právě u modelu IN05, protože byl vytvořen přímo pro české podmínky.

Tabulka č. 34: Index IN05

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

IN05											
Ukazatel	Váha	2014		2015		2016		2017		2018	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
A/CZ	0,13	1,42	11,38	1,43	14,74	1,47	16,18	1,48	17,60	1,54	15,10
EBIT/NÚ	0,04	7,48	18,44	5,82	18,46	5,57	18,85	6,23	22,75	8,51	25,67
EBIT/A	3,97	0,18	44,87	0,11	35,45	0,09	30,50	0,06	23,29	0,09	27,55
V/A	0,21	1,22	15,82	1,24	20,66	1,21	21,51	1,16	22,17	1,17	18,48
OA/KD	0,09	1,71	9,48	1,50	10,69	1,70	12,95	1,73	14,19	1,95	13,21
IN05		1,62	100,00	1,26	100,00	1,18	100,00	1,10	100,00	1,33	100,00
Ohrožen?		NE		ŠZ		ŠZ		ŠZ		ŠZ	

Výsledky tohoto indexu zobrazují, že se oceňovaná společnost pohybovala kromě roku 2014 v šedé zóně, ale tentokrát u nižší hranice intervalu, který je 0,9 – 1,6. Významný podíl na tomto indexu má rentabilita aktiv a ukazatel úrokového krytí. V posledním roce došlo k navýšení tohoto indexu na 1,33 což značí zlepšení finanční situace společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

4.5.4 Zhodnocení finanční analýzy

Z výsledků finanční analýzy vyplývá, že společnost využívá ke své činnosti více cizích zdrojů než vlastních, a to zhruba ve výši 70 %. Placení úroků z těchto zdrojů neznamena pro společnost problém, protože ukazatel úrokového krytí vykazuje dostatečně vysoké hodnoty. Společnosti se daří v oblasti rentabilit. Dobré výsledky udává rentabilita vlastního kapitálu, která dosahuje stabilně vyšších hodnot než odvětví a v porovnání s konkurencí si vede také dobře. Podobně je na tom i rentabilita celkových aktiv. Ukazatel rentability tržeb vykazuje trochu horší výsledky z důvodu poklesu tržeb společnosti. Společnost se ve sledovaném období sice pohybuje pod oborovým průměrem, ale v roce 2018 se oborovému průměru téměř rovnají. Největší podíl na celkových tržbách mají tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, a to v průměru kolem 95 %. Podle ukazatele obratu celkových aktiv společnost efektivně využívá svůj majetek, neboť se pohybuje nad oborovým průměrem. Avšak ukazatel doby obratu zásob vypovídá o neefektivním hospodaření se zásobami společnosti, protože jeho hodnoty výrazně překračují oborový průměr. Neefektivně také společnost využívá možnosti dodavatelských úvěrů, neboť hradí své závazky až dvakrát rychleji, než obdrží peněžní prostředky od svých odběratelů. Společnost vykazuje horších výsledků i v oblasti likvidity. Nejhorší výsledky vykazuje u okamžité likvidity, kdy se pohybuje většinou jak pod doporučenou hodnotou, tak i oborovým průměrem, avšak v roce 2018 se dostala na hodnotu 0,21. Vzhledem k tomu, že zásoby tvoří velkou část oběžných aktiv, tak i ukazatel pohotové likvidity se pohybuje pod doporučenou hodnotou, ale v roce 2018 už se pohybuje aspoň nad oborovým průměrem. Dobrých výsledků dosahuje ukazatel běžné likvidity, kdy se v celém sledovaném období pohybuje v doporučeném rozmezí i nad oborovým průměrem, avšak v přiměřené výši, takže nedochází k snižování výnosnosti podniku, jako třeba u konkurence. Na základě bankrotních modelů lze konstatovat, že se podnik v celém sledovaném období

pohyboval v šedé zóně a v roce 2018 dochází ke zlepšení finančního zdraví společnosti a lze předpokládat, že v blízké době nebude ohrožen bankrotem. Z výsledků provedené finanční analýzy vyplývá, že společnost Crystalex CZ, s.r.o. netrpí vážnými problémy, které by měly vliv na jeho existenci, a tedy lze u podniku předpokládat neomezené trvání společnosti.

4.6 SWOT analýza

SWOT analýza shrnuje výsledky strategické a finanční analýzy v podobě silných a slabých stránek, které vychází z vnitřního prostředí společnosti a příležitostí a hrozeb, které vycházejí z vnějšího prostředí společnosti.

Tabulka č. 35: SWOT analýza společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> • existence vlastní křišťálové skloviny • vysoká kvalita a unikátní design • dobré jméno • vlastnictví mnoha certifikátů • ochranné známky • automatizace výroby • stabilní hodnoty rentabilit • hodnoty úrokového krytí 	<ul style="list-style-type: none"> • vyšší kupní síla dodavatelů a odběratelů • vysoké doby obratu pohledávek a doby obratu zásob • nižší hodnoty ukazatelů likvidity
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> • růst reálného HDP • snižování inflace • dotační programy na vzdělávání 	<ul style="list-style-type: none"> • snižování populace a s tím spojená možnost nedostatku budoucích zaměstnanců • změny v legislativě • nejistota EU, brexit • nemoc Covid 19 • posilování kurzu koruny vůči euru, americkému dolaru i ruskému rublu

5 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Před prognózou generátorů hodnot je důležité rozdělit aktiva oceňovaného podniku na provozně potřebná a nepotřebná. Následně bude vypočítán provozně nutný investovaný kapitál.

Tabulka č. 36: Provozně nutný investovaný kapitál

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Rozdělení majetku (v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	31 614	14 236	6 524	5 721	7 880
Dlouhodobý hmotný majetek	303 024	298 080	327 857	350 938	353 954
Dlouhodobý majetek provozně nutný	334 638	312 316	334 381	356 659	361 834
Zásoby	267 017	303 875	284 055	286 790	314 897
Pohledávky	160 223	174 066	185 882	179 622	207 075
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	3 287	3 815	5 526	7 056	6 461
Krátkodobé závazky	125 292	147 976	147 633	144 595	158 480
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	1 809	1 325	1 235	1 174	2 604
Peníze (pokladna + bank. účet)	66 275	44 247	42 211	47 795	62 384
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,53	0,30	0,29	0,33	0,39
Provozně nutná likvidita	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Provozně nutné peníze	25 058	29 595	29 527	28 919	31 696
Pracovní kapitál provozně nutný	328 484	362 050	356 122	356 618	399 045
Investovaný kapitál provozně nutný	663 122	674 366	690 503	713 277	760 879

Všechny dlouhodobý majetek, který společnost vlastní je považován za provozně potřebný, kromě dlouhodobého finančního majetku, který je nutné vyloučit, protože není využíván k hlavní činnosti podniku, jedná se o poskytnutý úvěr. K další úpravě došlo v položce finančních prostředků, protože se počítá s výší na úrovni provozně nutné likvidity. Ta je stanovena ve výši 0,2 jako průměr oborových hodnot okamžité likvidity ve sledovaných letech. To znamená, že to, co převyšuje okamžitou likviditu je považováno za provozně nepotřebné a bude nakonec přičteno k výslednému ocenění.

Provozně nutný pracovní kapitál je potom vypočítán jako součet provozně nutných oběžných aktiv a provozně nutných peněz odečtený o krátkodobé neúročené závazky. Následně lze stanovit investovaný kapitál provozně nutný jako součet provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

5.1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH)

V této části je vypočítán korigovaný provozní výsledek hospodaření, který vychází z provozního výsledku hospodaření z výkazu zisku a ztráty. Tento provozní výsledek hospodaření je upraven o výnosy a náklady spojené s neprovozním majetkem. Konkrétně se jedná o položky tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, které se od provozního výsledku odečtou, a naopak se přičtou položky zůstatková hodnota dlouhodobého majetku a materiálu. V následující tabulce jsou uvedeny vypočítané hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření v jednotlivých letech.

Tabulka č. 37: Korigovaný provozní výsledek hospodaření

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16)

Korigovaný provozní VH (v tis. Kč)	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	151 418	95 222	78 021	47 165	91 179
Vyloučení VH z prodeje majetku	-3 080	-3 050	-3 562	-2 272	-2 872
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	148 338	92 172	74 459	44 893	88 307

6 PROGNOZA GENERÁTORŮ HODNOTY

Prognóza generátorů hodnoty je důležitá pro následné vytvoření finančního plánu oceňovaného podniku. V této kapitole bude provedena prognóza tržeb, ziskové marže, čistého pracovního kapitálu a investic do provozně nutného majetku na období pěti let od data ocenění.

6.1 Prognóza tržeb

Dalším krokem je stanovení prognózy tržeb relevantního trhu a prognózy tržeb podniku. Prognóza tržeb relevantního trhu byla sestavena na základě dat Ministerstva průmyslu a obchodu pro obor CZ – NACE 23.

6.1.1 Prognóza tržeb relevantního trhu

Prognóza tržeb relevantního trhu byla provedena metodou časových řad a metodou regresní analýzy. Oceňovaná společnost je převážně výrobním podnikem, a proto byly prognózovány pouze tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb. Sledován byl lineární, exponenciální a kvadratický trend. V následující tabulce jsou uvedeny tržby a meziroční růst odvětví NACE 23 v letech 2012-2018.

Tabulka č. 38: Tržby odvětví CZ-NACE 23

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 49)

Tržby odvětví NACE 23	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
v mil. Kč	67 218	67 633	73 727	78 289	88 605	92 199	95 913
index		1,0062	1,0901	1,0619	1,1318	1,0406	1,0403
meziroční růst v %		0,62%	9,01%	6,19%	13,18%	4,06%	4,03%

Metody regresní analýzy do výpočtu tržeb relevantního trhu zahrnují predikované makroekonomické ukazatele. Vzájemná závislost mezi tržbami trhu a hodnotami ukazatelů byla posouzena pomocí Pearsonova korelačního koeficientu.

Tabulka č. 39: Závislost trhu na makroekonomických ukazatelích

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Ukazatel	Pearsonův korelační koeficient
hrubý domácí produkt (s. c.)	0,630240442
průměrná míra inflace	0,023961497
zaměstnanost	0,799598605
spotřeba domácností	0,829491659
spotřeba vlády	0,578787114

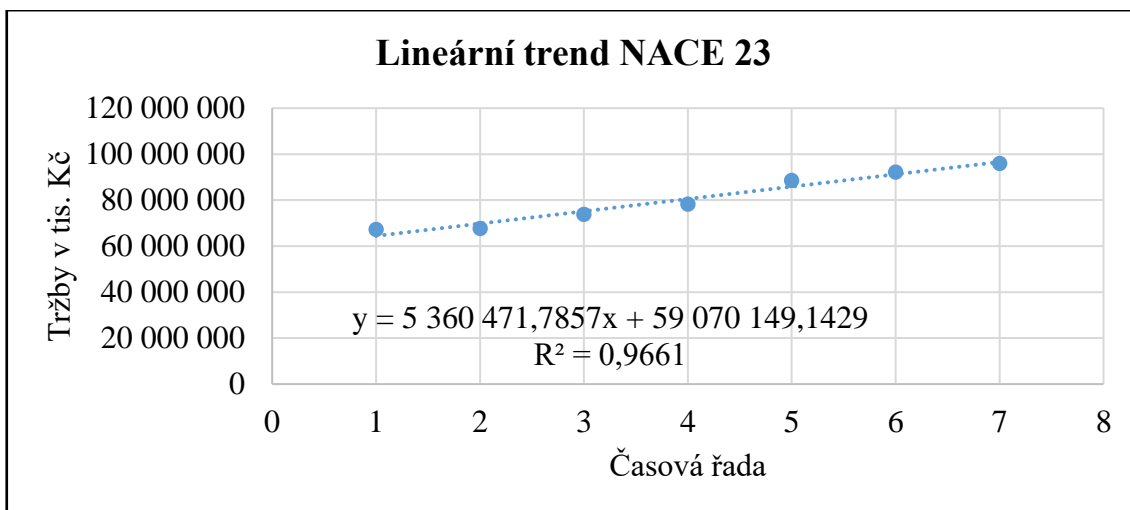
Nejsilnější korelace dosahoval ukazatel spotřeby domácností, proto na základě tohoto ukazatele byl vytvořen lineární, exponenciální a kvadratický trend. Indexy determinace se ale pohybují pouze kolem 70 % vysvětlených dat. Ani jeden trend ovšem neuvažuje o růstu tržeb do budoucna.

Tabulka č. 40: Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí regresní analýzy

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 49)

Prognóza trhu – regresní analýza (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Lineární	84 500 000	82 000 000	81 000 000	80 000 000	79 500 000
meziroční růst [%]	98,26	97,04	98,78	98,77	99,38
	98,44				
Exponenciální	82 957 254	80 421 010	79 428 358	78 447 959	77 962 306
meziroční růst [%]	98,15	96,94	98,77	98,77	99,38
	98,4				
Kvadratický	77 481 103	73 984 807	72 668 396	71 398 904	70 781 752
meziroční růst [%]	97,19	95,49	98,22	98,25	99,14
	97,66				

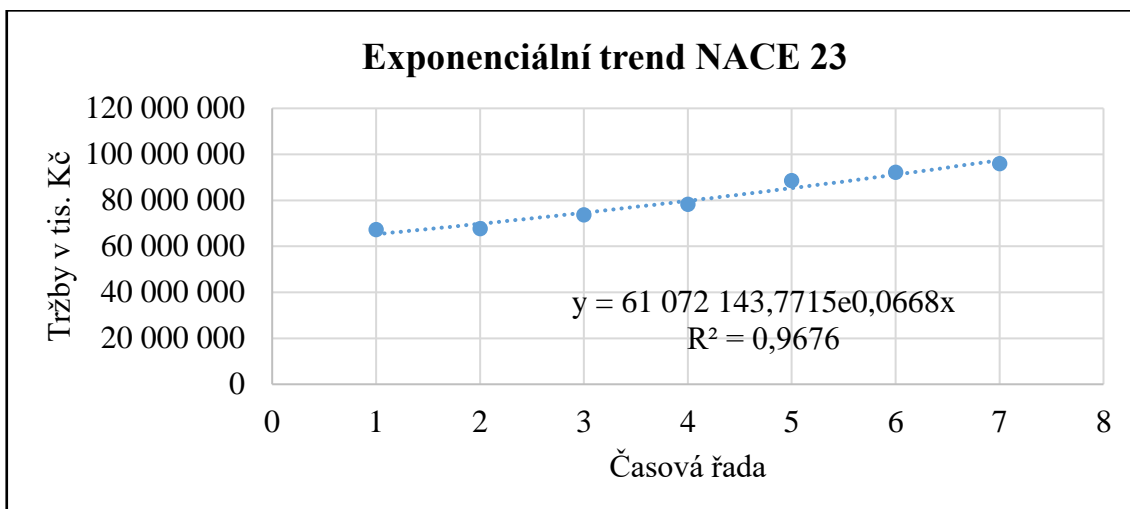
Pro metodu časové řady je východiskem časová řada historických tržeb relevantního trhu počínající rokem 2012. Stejně jako u regresní analýzy byl vytvořen lineární, exponenciální a kvadratický trend.



Graf č. 8: Lineární trend vývoje tržeb CZ-NACE 23

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 49)

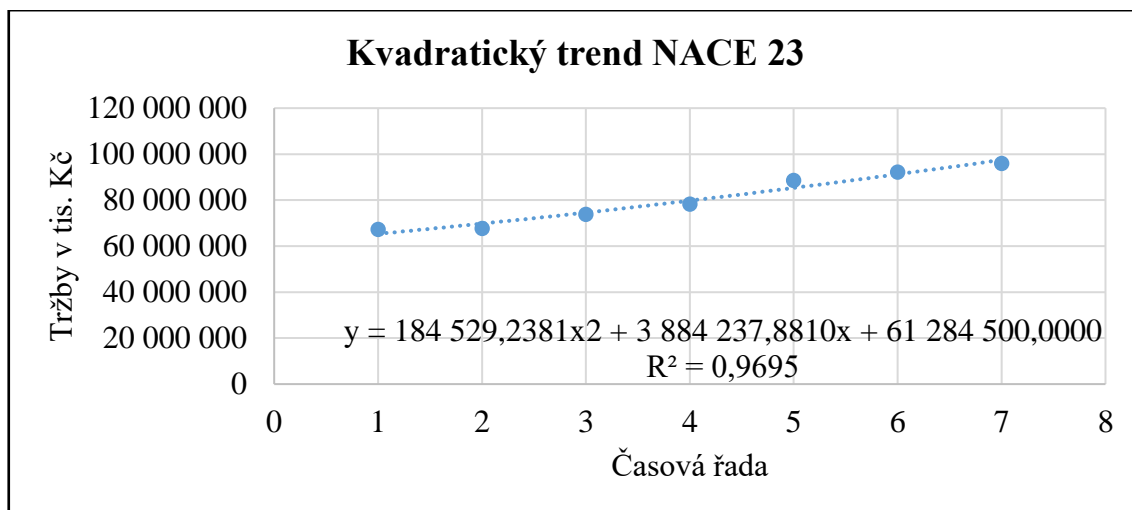
Lineární trend dle indexu determinace R^2 má hodnotu 0,9661. To znamená, že lineárním trendem je vysvětleno 96,61 % dat.



Graf č. 9: Exponenciální trend vývoje tržeb CZ-NACE 23

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 49)

Exponenciální trend vykazuje téměř stejný index determinace. Dosahuje 96,76 % vysvětlených dat.



Graf č. 10: Kvadratický trend vývoje tržeb CZ-NACE 23

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 49)

Kvadratický trend vykazuje nejvyšší index determinace, a to 96,95 %. V následující tabulce jsou uvedeny prognózované tržby relevantního trhu pro roky 2019–2023. Všechny zmíněné trendy počítají s růstem tržeb. Průměrný růst tržeb relevantního trhu byl v minulosti 106,44 %.

Tabulka č. 41: Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí časové řady

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 49)

Prognóza trhu – analýza časové řady (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Lineární	101 953 923	107 314 395	112 674 867	118 035 339	123 395 811
meziroční růst [%]	105,55	105,26	105,00	104,76	104,54
	105,02				
Exponenciální	104 214 977	111 414 318	119 111 002	127 339 386	136 136 199
meziroční růst [%]	106,91	106,91	106,91	106,91	106,91
	106,91				
Kvadratický	104 480 319	110 621 795	117 132 330	124 011 923	131 260 574
meziroční růst [%]	105,85	105,88	105,89	105,87	105,85
	105,87				

Na základě těchto výsledků všech analýz byl pro prognózu tržeb podniku použit kvadratický trend časové analýzy, neboť vykazuje nejvyšší index determinace.

6.1.2 Prognóza tržeb podniku

Pro výpočet prognózovaných tržeb podniku je potřeba vypočítat index růstu tržního podílu. Tento index dále slouží společně s indexem růstu trhu pro výpočet indexu růstu tržeb daného podniku.

Tabulka č. 42: Odvození tržního podílu společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

(Zdroj: Vlastní zpracování dle: 16, 49)

	Minulost							Prognóza				
Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tržní podíl (%)	1,17	1,30	1,29	1,30	1,14	1,05	1,13	1,12	1,12	1,11	1,11	1,11

Po vynásobení indexu růstu tržeb tržbami dosažených v předchozím roce jsou získány predikované tržby společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

Tabulka č. 43: Prognóza tržeb společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

Zdroj: (Vlastní zpracování dle: 16, 49)

	Rok	Tržby odvětví CZ-NACE 23 (v tis. Kč)	Meziroční růst tržeb (v %)	Tržní podíl společnosti (v %)	Tržby Crystalex CZ, s.r.o. (v tis. Kč)	Meziroční růst tržeb (v %)
Minulost	2012	67 218 369		1,17	786 717	
	2013	67 632 766	0,62	1,30	880 563	11,93
	2014	73 727 125	9,01	1,29	950 287	7,92
	2015	78 289 033	6,19	1,30	1 015 709	6,88
	2016	88 605 429	13,18	1,14	1 013 816	-0,19
	2017	92 199 051	4,06	1,05	970 894	-4,23
	2018	95 912 481	4,03	1,13	1 079 868	11,22
Prognóza	2019	104 480 319	8,93	1,12	1 172 491	8,58
	2020	110 621 795	5,88	1,12	1 237 357	5,53
	2021	117 132 330	5,89	1,11	1 305 901	5,54
	2022	124 011 923	5,87	1,11	1 378 086	5,53
	2023	131 260 574	5,85	1,11	1 453 873	5,50
Průměrný růst za minulost			6,18			5,59
Průměrný růst za prognózu			6,48			6,14

V letech 2019–2023 prognóza počítá s růstem tržeb trhu a také porostou tržby společnosti. Průměrné tempo růstu tržeb společnosti Crystalex CZ, s.r.o. za prognózované období je ve výši 6,14 %.

6.2 Prognóza ziskové marže

Dalším krokem je výpočet ziskové marže. Ziskovou marži lze vypočítat dvěma způsoby, a to metodou shora a metodou zdola. Metoda shora vychází ze ziskové marže minulých let a počítá se jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a tržeb podniku.

Tabulka č. 44: Prognóza ziskové marže shora

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Prognóza ziskové marže shora	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zisková marže (z KPVH před odpisy v %)	22,7	16,0	13,3	10,7	13,8	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
Průměrná výše marže	15,32 %									
Korigovaný provozní zisk před odpisy (KPVH) v tis. Kč	215 491	163 066	135 413	104 099	148 863	180 923	190 932	201 509	212 647	224 342
Průměrné tempo růstu za minulost a plán	-8,83 %					5,52 %				

Zisková marže měla klesající tendenci, kdy klesala z 22,7 % až na 10,7 % v roce 2017, ale v roce 2018 došlo k navýšení KPVH a zisková marže se zvýšila na 13,8 %.

Druhou metodou stanovení ziskové marže je metoda zdola. Pro tuto metodu je nutné vypočítat podíl jednotlivých položek, které tvoří korigovaný provozní výsledek hospodaření, vzhledem k tržbám. V následující tabulce je zobrazena zisková marže vypočítaná zdola za minulost.

Tabulka č. 45: Zisková marže metoda zdola

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Podíly z tržeb – minulost	2014	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	0,24 %	0,44 %	0,40 %	0,46 %	0,43 %
Přidaná hodnota	47,90 %	49,35 %	47,44 %	49,62 %	48,86 %
Osobní náklady	28,71 %	32,17 %	32,60 %	37,15 %	33,84 %
z toho Mzdové náklady	21,19 %	23,73 %	24,00 %	27,36 %	24,91 %
Náklady na sociální zabezpečení	6,55 %	7,50 %	7,64 %	8,75 %	7,99 %
Daně a poplatky	0,22 %	0,21 %	0,22 %	0,23 %	0,23 %
Ostatní provozní položky	-3,71 %	0,91 %	1,27 %	1,53 %	1,01 %
KPVH před odpisy (v tis. Kč)	215 491	163 066	135 413	104 099	148 863
Zisková marže z KPVH před odpisy	22,68 %	16,05 %	13,36 %	10,72 %	13,79 %

Prognózovaná zisková marže se stanoví na základě geometrického průměru jednotlivých položek, až na položku ostatní provozní položky, kde byl použit aritmetický průměr z důvodu záporné hodnoty v roce 2014. Následně se dopočítá korigovaný provozní výsledek hospodaření před odpisy jako rozdíl nákladů a výnosů a stanoví se zisková marže.

Tabulka č. 46: Prognóza ziskové marže metodou zdola

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Podíly z tržeb – prognóza	2019	2020	2021	2022	2023
Obchodní marže	0,39 %	0,39 %	0,39 %	0,39 %	0,39 %
Přidaná hodnota	48,63 %	48,63 %	48,63 %	48,63 %	48,63 %
Osobní náklady	32,78 %	32,78 %	32,78 %	32,78 %	32,78 %
z toho Mzdové náklady	24,16 %	24,16 %	24,16 %	24,16 %	24,16 %
Náklady na sociální zabezpečení	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %	7,65 %
Daně a poplatky	0,22 %	0,22 %	0,22 %	0,22 %	0,22 %
Ostatní provozní položky	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %	0,20 %
KPVH před odpisy (v tis. Kč)	180 923	190 932	201 509	212 647	224 342
Zisková marže z KPVH před odpisy	15,43 %	15,43 %	15,43 %	15,43 %	15,43 %

V minulých letech činila průměrná hodnota ziskové marže 15,32 %. V prognózovaných letech se předpokládá mírný nárůst, a proto bude budoucí zisková marže ve všech letech ve výši 15,43 %. Prognózovaná zisková marže počítána zdola se shoduje s prognózovanou ziskovou marží počítanou shora.

6.3 Prognóza pracovního kapitálu

Další generátor hodnoty, který je nutné prognózovat jsou investice do pracovního kapitálu. Jedná se o změny oběžných aktiv a závazků dopadající na CF. Plánování jednotlivých položek vychází z doby obratu zásob, pohledávek a závazků minulých let.

Tabulka č. 47: Doby obratu jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Doba obratu ve dnech	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby celkem	102,5	109,2	102,2	107,8	106,4	105,6	105,6	105,6	105,6	105,6
Pohledávky	61,54	62,55	66,92	67,53	69,99	65,63	65,63	65,63	65,63	65,63
Krátkodobé závazky	48,12	53,18	53,15	54,36	53,57	52,43	52,43	52,43	52,43	52,43
Dlouhodobé závazky	13,62	12,00	11,63	12,47	9,94	11,87	11,87	11,87	11,87	11,87

Prognóza dob obratu zásob, pohledávek a závazků se stanoví na základě geometrického průměru jednotlivých položek za minulé období. Již z finanční analýzy vyplynulo, že společnost Crystalex CZ, s.r.o. hradí své krátkodobé závazky dříve, než obdrží peněžní prostředky od odběratelů.

Provozně nutné peníze vychází z průměrné hodnoty likvidity oboru, která je ve výši 0,2, vynásobené hodnotou krátkodobých závazků. Položky ostatní aktiva a ostatní pasiva jsou uvažovány ve výši roku 2018, neboť je lze těžko predikovat. V následující tabulce je vypočítán upravený pracovní kapitál za období 2019-2023.

Tabulka č. 48: Prognóza upraveného pracovního kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Upravený pracovní kapitál (tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
Zásoby	339 280	358 050	377 844	398 772	420 703
Pohledávky	210 822	222 486	234 811	247 790	261 417
Peněžní prostředky provozně nutné	33 682	35 546	37 515	39 588	41 765
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	6 461	6 461	6 461	6 461	6 461
Dlouhodobé závazky	38 128	40 234	42 463	44 810	47 275
Krátkodobé závazky	168 411	177 728	187 573	197 941	208 827
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	2 604	2 604	2 604	2 604	2 604
Upravený pracovní kapitál	381 106	401 976	424 030	447 256	471 640

Koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu	32,17 %
--	----------------

Koeficient náročnosti růstu tržeb na pracovní kapitál v letech 2014-2018 činil 38,44 %. Pro prognózované období se koeficient snížil na 32,17 %. Důvodem rozdílu je výpočet koeficientu, který je dán rozdílem upraveného pracovního kapitálu v prvním a posledním roce prognózovaného období podělený rozdílem hodnot tržeb v prvním a posledním roce prognózovaného období.

6.4 Investice do dlouhodobého majetku

Dalším krokem je prognóza investic do dlouhodobého majetku. Východiskem je koeficient investiční náročnosti za minulé období. Výpočet tohoto koeficientu bude počítán zvlášť za dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci. Pro výpočet bude použita časová řada od roku 2013 do roku 2018.

Tabulka č. 49: Investice do dlouhodobého majetku dle minulosti v tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2019-2023
Nehmotný majetek	- 0,551 %	- 1 552
Stavby	- 17,104 %	- 48 129
Samostatné movité věci	32,471 %	91 369
Celkem	14,815 %	41 688

Dále budou stanoveny koeficienty investiční náročnosti za období roku 2013 až 2018 u hlavních konkurentů.

Tabulka č. 50: Investice do dlouhodobého majetku dle konkurentů v tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2019-2023
Nehmotný majetek	0,513 %	1 443
Stavby	0,050 %	141
Samostatné movité věci	45,038 %	126 729
Celkem	45,601 %	128 313

Na základě koeficientu investiční náročnosti dle minulosti společnosti Crystalex CZ, s.r.o. a na základě koeficientu investiční náročnosti dle minulosti konkurenčních podniků bude stanoven celkový odhad investic za roky 2019 až 2023.

Tabulka č. 51: Celkový odhad investic netto do dlouhodobého majetku v tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Majetek	Celkový odhad investic 2019-2023
Nehmotný majetek	1 443
Stavby	141
Samostatné movité věci	91 369
Celkem	92 953

Investice do samostatných movitých věcí jsou poměrně vysoké, ale výroba užitkového skla je investičně velmi náročná a vyžaduje značné dlouhodobé investice.

Následně lze pomocí odhadu plánovaných investic netto sestavit plán dlouhodobého majetku, investice do něj a odpisů v jednotlivých letech.

Tabulka č. 52: Plán dlouhodobého majetku, investic, odpisů

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Nehmotný majetek	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Původní - odpisy	1 021	1 021	1 021	1 021	1 021	1 021
- zůstatková hodnota	7 880	6 859	5 838	4 817	3 796	2 775
Nový - investice netto		289	289	289	289	289
- investice brutto		1 310	1 637	2 047	2 558	3 198
- pořizovací hodnota k 31.12.		1 310	2 947	4 994	7 552	10 750
- odpisy		0	328	737	1 248	1 888
Celkem - odpisy		1 021	1 349	1 758	2 269	2 909
- zůstatková hodnota	7 880	8 169	8 457	8 746	9 035	9 323
Stavby						
Původní – odpisy	17 895	17 895	17 895	17 895	17 895	17 895
- zůstatková hodnota	94 859	76 964	59 070	41 175	23 280	5 385
Nový - investice netto		28	28	28	28	28
- investice brutto		17 923	18 520	19 137	19 776	20 435
- pořizovací hodnota k 31. 12.		17 923	36 443	55 580	75 356	95 791
- odpisy		0	597	1 215	1 853	2 512
Celkem - odpisy		17 895	18 492	19 109	19 748	20 407

- zůstatková hodnota	94 859	94 887	94 915	94 943	94 972	95 000
Samostatné movité věci	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Původní – odpisy	41 640	41 640	41 640	41 640	41 640	41 640
- zůstatková hodnota	216 470	174 830	133 190	91 550	49 910	8 270
Nový - investice netto		18 274	18 274	18 274	18 274	18 274
- investice brutto		59 914	71 897	86 276	103 531	124 237
- pořizovací hodnota k 31. 12.		59 914	131 810	218 086	321 617	445 855
- odpisy		0	11 983	26 362	43 617	64 323
Celkem - odpisy		41 640	53 623	68 002	85 257	105 964
- zůstatková hodnota	216 470	234 744	253 018	271 291	289 565	307 839
Pozemky	2018	2019	2020	2021	2022	2023
- zůstatková hodnota	11 679	11 679	11 679	11 679	11 679	11 679

Celkové odhadované investice netto do dlouhodobého majetku jsou rozloženy rovnoměrně do jednotlivých let. Odpisy dlouhodobého majetku pro prognózované roky jsou stanoveny ve výši odpisů roku 2018. Stanovená doba odepisování nehmotného majetku je 4 roky, u staveb je 30 let a pro samostatné movité věci 5 let.

Celkový odpis příslušného roku je dán součtem odpisů původního a nového majetku. Zůstatková hodnota je potom součtem zůstatkové hodnoty roku předcházejícího a plánovaných investic netto daného roku. Zůstatková hodnota pozemků je stanovena ve výši hodnoty pozemků roku 2018 a je ve všech letech konstantní.

V následující tabulce je uveden součet celkových odpisů nehmotného majetku, staveb a samostatných movitých věcí za roky 2019-2023. Dále součet zůstatkových hodnot nehmotného majetku, staveb, samostatných movitých věcí a pozemků. Celkové investice brutto jsou dány součtem investic netto a celkových odpisů.

Tabulka č. 53: Investice netto a brutto do dlouhodobého majetku v tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Celkem	2019	2020	2021	2022	2023
Odpisy	60 556	73 463	88 869	107 274	129 279
Zůstatková hodnota	349 479	368 069	386 660	405 250	423 841
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku	18 591	18 591	18 591	18 591	18 591
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku	79 147	92 054	107 460	125 865	147 870

6.4.1 Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

Poslední krok před předběžným ocenění pomocí generátorů hodnoty je analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu. K tomu je zapotřebí dopočítat korigovaný výsledek hospodaření po odpisech a dani. Daňová sazba je stanovena ve výši 19 % v celém prognózovaném období, protože nepředpokládáme, že by mělo dojít ke změně daňové sazby.

Tabulka č. 54: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Minulost	2014	2015	2016	2017	2018
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	120 154	74 659	60 312	36 363	71 529
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	12,64 %	7,35 %	5,95 %	3,75 %	6,62 %
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	-12,16 %				
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	663 122	674 366	690 503	713 277	760 879
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	x	1,532	1,503	1,406	1,514
Rentabilita investovaného kapitálu	x	11,26 %	8,94 %	5,27 %	10,03 %
Prognóza	2019	2020	2021	2022	2023
Korigovaný provozní zisk po odpisech a po dani	97 497	95 150	91 238	85 352	77 001
Zisková marže z KPVH po odpisech a po dani	8,32 %	7,69 %	6,99 %	6,19 %	5,30 %
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	1,86 %				
Investovaný kapitál provozně nutný k 31. 12.	730 584	770 045	810 690	852 506	895 481
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	1,541	1,694	1,694	1,700	1,705
Rentabilita investovaného kapitálu	12,81 %	13,02 %	11,85 %	10,53 %	9,03 %

Tempo růstu KPVH po odpisech a dani pro prognózované období je ve výši 1,86 % z důvodu klesajícího zisku. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu se pohybuje v letech 2019-2023 v průměru 11,45 %. Pokud je hodnota rentability investovaného kapitálu větší než diskontní míra, vytváří podnik ekonomickou přidanou hodnotu.

6.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Cílem předběžného ocenění je vyjádřit první odhad hodnoty podniku pomocí generátorů hodnoty. Tento odhad bude dále upravován, neboť není ještě stanovena diskontní míra i a prozatím je použit pouze odhad.

Nejdříve je potřeba vypočítat ziskovou marži po odpisech a dani v jednotlivých letech.

Tabulka č. 55: Zisková marže po dani

(Zdroj: Vlastní zpracování)

	2019	2020	2021	2022	2023
Zisková marže před odpisy	15,43 %	15,43 %	15,43 %	15,43 %	15,43 %
Podíl odpisů na tržbách	5,16 %	5,94 %	6,81 %	7,78 %	8,89 %
Zisková marže po odpisech	10,27 %	9,49 %	8,63 %	7,65 %	6,54 %
Zisková marže po dani	8,32 %	7,69 %	6,99 %	6,19 %	5,30 %

Průměrná zisková marže po odpisech a dani je za prognózované období 6,90 %.

Z generátorů hodnoty jsou známy hodnoty průměrné náročnosti růstu tržeb na investice netto do dlouhodobého majetku, které činí 26,43 % a průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do pracovního kapitálu, která je 32,17 %. Nyní lze přejít k předběžnému ocenění.

Tabulka č. 56: Předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	6,14 %
Zisková marže po odpisech a po dani	r _{ZM}	6,90 %
Náročnost růstu tržeb na:		
- růst pracovního kapitálu	k _{ČPK}	32,17 %

- růst dlouhodobého majetku	k_{DM}	26,43 %
- investice netto celkem		58,60 %
Kalkulovaná úroková míra	i	10,00 %
Hodnota podniku brutto (=H)		1 040 539 tis. Kč

Dle výsledků průměrného tempa predikovaných tržeb g je tempo růstu ve výši 6,14 %. Na základě statistik Ministerstva průmyslu a obchodu je prozatím kalkulovaná úroková míra i stanovena ve výši průměrných nákladů kapitálu WACC odvětví CZ-NACE 23 na 10 %. Dle předběžného ocenění společnosti Crystalex CZ, s.r.o. na základě generátorů hodnoty činí tedy hodnota podniku brutto 1 040 539 tis. Kč.

Součástí předběžného ocenění bude takzvaná citlivostní analýza na faktor ziskové marže a faktor diskontní míry. Cílem je zjištění, jaký vliv bude mít zvýšení ziskové marže a následně diskontní míry o 10 %, 20 % a 30 % na hodnotu podniku.

Tabulka č. 57: Analýza citlivosti

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Analýza citlivosti – faktor zisková marže		ZM původní	ZM + 10 %	ZM + 20 %	ZM + 30 %
Zisková marže po odpisech a po dani	r_{ZM}	6,90 %	7,59 %	8,34 %	9,18 %
Hodnota podniku brutto (=H)		1 040 539	1 245 053	1 470 019	1 717 481
Změna hodnoty podniku		0,00 %	19,65 %	41,27 %	65,06 %
Analýza citlivosti – faktor diskontní míra		ZM původní	ZM + 10 %	ZM + 20 %	ZM + 30 %
WACC	i	10,00 %	11,00 %	12,10 %	13,31 %
Hodnota podniku brutto (=H)		1 040 539	826 646	674 199	560 497
Změna hodnoty podniku		0,00 %	-20,56 %	-35,21 %	-46,13 %

Zvyšování ziskové marže má na změnu hodnoty podniku vliv nadproporcionální, to znamená, že změna ziskové marže o 1 % způsobí změnu hodnoty o více než 1 %. Z tohoto důvodu lze označit ziskovou marži za rizikový faktor. V případě diskontní míry je to opačné. Jedná se o změnu podproporcionální, neboť změna diskontní míry o 1 % způsobila změnu hodnoty podniku menší než 1 %.

7 NÁVRH FINANČNÍHO PLÁNU

Dalším krokem k ocenění bude sestavení finančního plánu. Finanční plán na prognózované období obsahuje plánovaný výkaz zisku a ztráty, rozvahu a výkaz peněžních toků společnosti Crystalex CZ, s.r.o.

7.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

V první řadě bude naplánován výkaz zisku a ztráty. Plánovaná výsledovka je rozdělena na hlavní činnost, náklady na cizí kapitál, vedlejší činnost a celkový výsledek hospodaření. Pro celé plánované období se počítá se sazbou daně z příjmu ve výši 19 %.

Tabulka č. 58: Plánovaná výsledovka

(Zdroj: Vlastní zpracování)

a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem (v tis. Kč)						
Plánovaná výsledovka	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Obchodní marže	4 695	4 538	4 789	5 054	5 334	5 627
Výkony	1 103 403	1 206 091	1 272 816	1 343 324	1 417 578	1 495 537
Výkonová spotřeba	580 498	640 418	675 848	713 287	752 715	794 110
Přidaná hodnota	527 600	570 210	601 756	635 091	670 197	707 054
Osobní náklady	365 431	384 341	405 604	428 073	451 735	476 578
Daně a poplatky	2 436	2 601	2 745	2 897	3 057	3 225
Odpisy	60 556	60 556	73 463	88 869	107 274	129 279
Ostatní provozní položky	10 870	2 346	2 476	2 613	2 757	2 909
KPVH	88 307	120 367	117 469	112 640	105 373	95 063

b) Náklady na cizí kapitál (v tis. Kč)						
Položka	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nákladové úroky	10 304	12 735	12 735	12 735	12 735	12 735

c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem (v tis. Kč)						
Položka	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Výnosy z DFM	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	312	452	590	704	783
VH z neprovozního majetku	0	312	452	590	704	783

d) Celkový výsledek hospodaření (v tis. Kč)						
Položka	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Celkový VH před daní	77 362	107 944	105 186	100 495	93 342	83 111
Daň	14 714	20 509	19 985	19 094	17 735	15 791
VH za účetní období po dani	62 648	87 435	85 201	81 401	75 607	67 320

Jednotlivé položky jsou počítány jako procentní podíl na tržbách. Položka nákladové úroky je vypočítána jako součin průměrné úrokové sazby, která činí 3,16 % a plánované výše úvěrů, které jsou predikovány v konstantní výši. Společnost neeviduje výnosy z dlouhodobého finančního majetku, a proto je výsledek hospodaření z neprovozního majetku pouze ve výši výnosových úroků, které jsou počítány ve výši 0,5 % peněžních prostředků daného roku. Celkový výsledek hospodaření před daní je potom vypočítán jako součet KPVH a výsledku hospodaření z neprovozního majetku a následně jsou odečteny nákladové úroky. Výsledek hospodaření za účetní období po dani v prognózovaném období klesá.

7.2 Plánovaná rozvaha

Dalším krokem je stanovení plánované rozvahy. V první části budou plánována aktiva společnosti a následně pasiva. Hodnota aktiv a pasiv se musí vždy rovnat.

Tabulka č. 59: Plánovaná rozvaha - aktiva

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Plánová rozvaha (tis. Kč) AKTIVA	2018	2019	2020	2021	2022	2023
AKTIVA CELKEM	952 651	1 027 421	1 104 048	1 177 523	1 245 846	1 306 516
Dlouhodobý majetek	361 834	380 425	399 015	417 606	436 196	454 787
Dlouhodobý NM	7 880	8 169	8 457	8 746	9 035	9 323
Dlouhodobý HM	353 954	372 256	390 558	408 860	427 162	445 463
Pozemky	11 679	11 679	11 679	11 679	11 679	11 679
Stavby	94 859	94 887	94 915	94 943	94 972	95 000
SMV	216 470	234 744	253 018	271 291	289 565	307 839
Jiný DHM	0	0	0	0	0	0
Nedokončený DHM	0	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na DHM	30 946	30 946	30 946	30 946	30 946	30 946
DFM	0	0	0	0	0	0

Oběžná aktiva	584 356	640 535	698 572	753 456	803 189	845 268
Zásoby	314 897	339 280	358 050	377 884	398 772	420 703
Pohledávky	207 075	210 822	222 486	234 811	247 790	261 417
KFM (peníze + účty)	62 384	90 433	118 036	140 761	156 626	163 148
Provozně potřebné	31 696	33 682	35 546	37 515	39 588	41 765
Provozně nepotřebné	30 688	56 751	82 490	103 247	117 038	121 383
Časové rozlišení	6 461	6 461	6 461	6 461	6 461	6 461

Položky dlouhodobý majetek, zásoby a pohledávky vychází z prognózy generátorů hodnoty. Hodnota krátkodobého finančního majetku je převzata z plánovaného výkazu o peněžních tocích a opět je rozdělena na provozně potřebné, což je výši 20 % z krátkodobých závazků a zbytek za provozně nepotřebné. Časové rozlišení aktiv je stanoveno v konstantní výši dle roku 2018.

Tabulka č. 60: Plánovaná rozvaha - pasiva

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Plánová rozvaha (tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PASIVA						
PASIVA CELKEM	952 651	1 027 421	1 104 048	1 177 523	1 245 846	1 306 516
Vlastní kapitál	331 479	387 590	452 791	514 192	569 799	617 119
Základní kapitál	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
Fondy ze zisku	0	0	0	0	0	0
VH minulých let	163 831	195 155	262 590	327 791	389 192	444 799
VH běžného úč. období (+-)	62 648	87 435	85 201	81 401	75 607	67 320
Cizí zdroje	618 568	637 227	648 653	660 727	673 443	686 793
Rezervy	27 470	27 470	27 470	27 470	27 470	27 470
Dlouhodobé závazky	29 397	38 125	40 234	42 463	44 810	47 275
Krátkodobé závazky	158 480	168 411	177 728	187 573	197 941	208 827
Bankovní úvěry a výpomoci	403 221	403 221	403 221	403 221	403 221	403 221
Bankovní úvěry Dlouhodobé	158 845	158 845	158 845	158 845	158 845	158 845
Krátkodobé bankovní úvěry	141 869	141 869	141 869	141 869	141 869	141 869
Nebankovní půjčka	102 507	102 507	102 507	102 507	102 507	102 507
Časové rozlišení	2 604	2 604	2 604	2 604	2 604	2 604

Základní kapitál je plánován v neměnné výši, neboť se nepředpokládá jeho změna. Výsledek hospodaření minulých let se každý rok zvyšuje o výsledek hospodaření

předchozího účetního období, ale snižuje se o vyplacené dividendy. Výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z již naplánovaného výkazu zisku a ztráty. Závazky dlouhodobé i krátkodobé jsou stanoveny dle prognózy generátorů hodnoty. Hodnoty dlouhodobých i krátkodobých bankovních úvěrů, nebankovní půjčky a časového rozlišení pasív jsou stanoveny v konstantní výši dle roku 2018.

7.3 Plánovaný výkaz peněžních toků

Posledním výkazem finančního plánu je přehled o peněžních tocích. Jeho výpočet je rozdělen do několika částí.

Tabulka č. 61: Plánovaný výkaz peněžních toků

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Položka	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Stav peněžních prostředků na počátku období	47 795	62 384	90 433	118 036	140 761	156 626

a) Peněžní tok z provozního majetku	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU						
KPVH	88 307	120 367	117 469	112 640	105 373	95 063
Daň připadající na KPVH	16 778	22 870	22 319	21 402	20 021	18 062
KPVH po dani	71 529	97 497	95 150	91 238	85 352	77 001
Úpravy o nepeněžní operace (=Σ)	68 061	60 556	73 463	88 869	107 274	129 279
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	60 556	60 556	73 463	88 869	107 274	129 279
Změna zůstatků rezerv	7 505	0	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných) (=Σ)	-41 675	-18 200	-21 116	-22 314	-23 499	-24 672
Změna stavu pohledávek	-27 453	-3 747	-11 663	-12 325	-12 979	-13 627
Změna stavu krátkodobých závazků	13 885	9 931	9 317	9 845	10 368	10 886
Změna stavu zásob	-28 107	-24 383	-18 770	-19 835	-20 888	-21 930
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	97 915	139 853	147 496	157 793	169 128	181 608

2) INVESTIČNÍ ČINNOST	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)		-79 147	-92 054	-107 460	-125 865	-147 870
Peněžní tok z investiční činnosti celkem		-79 147	-92 054	-107 460	-125 865	-147 870

PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNIHO MAJETKU CELKEM		60 707	55 443	50 334	43 263	33 738
--	--	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

b) Náklady na cizí kapitál	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PLATBA NÁKLADOVÝCH ÚROKŮ	-10 304	-12 735	-12 735	-12 735	-12 735	-12 735

c) Peněžní tok z neprovozního majetku	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Příjmy z neprovozního majetku	2 064	2 672	2 786	2 898	2 990	3 054
Výnosy z DFM	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	312	452	590	704	783
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	2 064	2 360	2 334	2 307	2 286	2 271
CF Z NEPROVOZNIHO MAJ. CELKEM	2 064	2 672	2 786	2 898	2 990	3 054

d) Finanční činnost	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Změna stavu dlouhodobých závazků	16 513	8 728	2 109	2 229	2 347	2 464
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	97 779	0	0	0	0	0
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	-11 052	0	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	-16 200	-31 324	-20 000	-20 000	-20 000	-20 000
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	-16 200	-31 324	-20 000	-20 000	-20 000	-20 000
CF Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	313	-22 596	-17 891	-17 771	-17 653	-17 536

e) Peněžní tok celkem	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PENĚŽNÍ TOK CELKEM		28 049	27 603	22 725	15 865	6 522
Stav peněžních prostředků na konci období	62 384	90 433	118 036	140 761	156 626	163 148

První část obsahuje stanovení peněžního toku z provozního majetku. Ten se skládá z peněžního toku z provozní a investiční činnosti. Peněžní tok z provozní činnosti vychází z KPVH po dani a následně je upraven o nepeněžní operace, tedy o odpisy provozně nutného dlouhodobého majetku, a dále o změny provozně nutných oběžných aktiv.

Peněžní tok z investiční činnosti vychází z hodnoty nabytí dlouhodobého majetku, která je převzata z prognózy dlouhodobého majetku, konkrétně položka celkové investice brutto do dlouhodobého majetku. Neboť se jedná o výdaj peněžních prostředků, jsou hodnoty uvedeny se záporným znaménkem. Provozní tok z provozního majetku je potom dán součtem peněžního toku z provozní činnosti a peněžního toku z investiční činnosti

Položka nákladové úroky je převzata již z plánovaného výkazu zisku a ztráty a neboť se jedná o výdaj peněžních prostředků, je opět uvedena se záporným znaménkem.

Peněžní tok z neprovozní činnosti je tvořen výnosovými úroky, které jsou převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty a dále diferencí v platbě daně oproti dani z KPVH, která se počítá jako rozdíl daně připadající na celkový výsledek hospodaření před zdaněním a dani připadající na korigovaného provozního výsledku hospodaření.

Peněžní tok z finanční činnosti je tvořen změnou stavu dlouhodobých závazků, která se vypočítá jako rozdíl hodnoty dlouhodobých závazků daného roku a roku předešlého a dále výplatou dividend a podílů ze zisku, které jsou pro rok 2019 dle výroční zprávy společnosti ve výši 31 324 tis. Kč. Pro další roky je odhadovaná výše 20 000 tis. Kč.

Nakonec je potřeba stanovit celkový peněžní tok, který je dán součtem CF z provozního majetku, nákladů na cizí kapitál, CF z neprovozního majetku a CF z finanční činnosti.

7.4 Finanční analýza finančního plánu

V další části je potřeba sestavit finanční analýzu plánu a zjistit tím případné hrozby nebo problémy financování. K tomu bude použita analýza ukazatelů rentability, likvidity a zadluženosti.

Tabulka č. 62: Ukazatel rentability dle finančního plánu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Ukazatele rentability	2019	2020	2021	2022	2023
Rentabilita celkových aktiv	13,71 %	12,45 %	11,19 %	9,88 %	8,48 %
Rentabilita vlastního kapitálu	22,56 %	18,82 %	15,83 %	13,27 %	10,91 %
Rentabilita investic	18,31 %	16,40 %	14,61 %	12,89 %	11,15 %

Jednotlivé hodnoty ukazatelů rentability vykazují postupný pokles oproti roku 2018, což je způsobeno snižujícím se výsledkem hospodaření v prognózovaném období.

Tabulka č. 63: Ukazatele likvidity dle finančního plánu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Ukazatele likvidity	2019	2020	2021	2022	2023
Běžná likvidita	2,06	2,19	2,29	2,36	2,41
Pohotová likvidita	0,97	1,07	1,14	1,19	1,21
Okamžitá likvidita	0,29	0,37	0,43	0,46	0,47

Jednotlivé hodnoty ukazatelů likvidity se pohybují v doporučených hodnotách a tím se předpokládá, že společnost nebude mít v následujícím období problémy s žádnou likviditou. Postupně dochází i k mírnému růstu.

Tabulka č. 64: Ukazatele zadluženosti dle finančního plánu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Ukazatele zadluženosti	2019	2020	2021	2022	2023
Celková zadluženost	62,02 %	58,75 %	56,11 %	54,06 %	52,57 %
Úrokové krytí	8,48	8,26	7,89	7,33	6,53
Koeficient samofinancování	37,72 %	41,01 %	43,67 %	45,74 %	47,23 %

Ukazatele zadluženosti vykazují v prognózovaném období snížení zadluženosti společnosti cizími zdroji, kdy se v roce 2023 dostává na hodnotu 52,57 % a tím se naopak zvyšuje hodnota podílu vlastních zdrojů na financování a to 47,23 %. S poklesem zadluženosti společnosti dochází i k poklesu úrokového krytí, to znamená, že společnost nebude mít problémy krýt nákladové úroky svým výsledkem hospodaření.

8 NÁKLADY KAPITÁLU

Ze všech provedených analýz lze předpokládat neomezené trvání společnosti. Vzhledem k tomu, že hodnota oceňovaného podniku bude stanovena metodou DCF entity, je potřeba stanovit náklady cizího a vlastního kapitálu.

8.1 Náklady na cizí kapitál

Z důvodu, že nejsou k dispozici informace o úrokových mírách jednotlivých úvěrů a nebankovní půjčky, jsou náklady na cizí kapitál počítány z výkazů, kdy výši úroků daného roku podělíme konečným stavem úročeného kapitálu roku předešlého.

Tabulka č. 65: Náklady na cizí kapitál v tis. Kč

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Náklady na cizí kapitál	2014	2015	2016	2017	2018
Bankovní úvěry dlouhodobé	60 429	12 187	46 474	61 066	158 845
Krátkodobé bankovní úvěry	163 427	200 639	153 400	152 921	141 869
Nebankovní půjčka	181 382	180 000	180 000	180 000	102 507
Celkový úročený kapitál	405 238	392 826	379 874	393 987	403 221
Nákladové úroky	20 385	16 465	14 028	9 054	10 304
Průměrná úroková sazba		4,06 %	3,57 %	2,38 %	2,62 %

Průměrné náklady na cizí kapitál tedy činí 3,16 %

8.2 Náklady na vlastní kapitál

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál bude použita metoda CAPM, neboli Capital Asset Pricing Model. Tento model stanovuje náklady na vlastní kapitál na základě informací o výnosnosti kapitálového trhu, kdy se za nejvhodnější považuje trh americký, neboť je vyspělý a má dlouholetou tradici. Z toho důvodu nelze použít základní model CAPM pro podniky působící v České republice. Proto bude použit model upravený profesorem Damodaranem pro neamerické podniky. Tato modifikace vychází z bezrizikové výnosnosti realizované na americkém trhu a k ní se přičtou rizika, která jsou spojena se zemí, ve které je model aplikován.

Tabulka č. 66: Náklady vlastního kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Damodaranova modifikace modelu CAPM	
rf (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	2,65 %
Beta nezadlužené pro "Household products" (Evropa)	0,76
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2019)	4,83 %
Rating České republiky	Aa3
Riziko selhání země (prémie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,79 %
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,19 %
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci (USA aktuálně = 2,3%, ČR aktuálně = 2,8%)	1,69 %
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	0,00 %
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0,63
Daňová sazba	19,00 %
Beta zadlužené	1,150
Náklady vlastního kapitálu	9,90 %

Bezriziková výnosnost byla odvozena od aktuální výnosnosti 10letých státních dluhopisů USA, a to ve výši 2,65 % (50). Hodnota bety nezadlužené pro odvětví „Household products“ pro Evropu byla převzata z webu profesora Damodarana (51). těchto stránek je převzata i riziková prémie kapitálového trhu USA, a to ve výši geometrického průměru hodnot za období 1928-2019 (51). České republiky je stanoven podle ratingové agentury Moody's ve výši Aa3. Riziko selhání země bylo určeno jako rozdíl mezi výnosnostmi dluhopisů s ratingem A1 a dluhopisů s ratingem AAA, které jsou převzaty také z webu profesora Damodarana (51). Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům byl stanoven koeficientem 1,5, což je dle Damodarana doporučená hodnota. Riziková prémie země je vypočítána jako součin rizika selhání země a odhadu poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům. Tuto hodnotu je nutné dále upravit o rozdíl v inflaci mezi USA a Českou republikou (52). Iteračním způsobem potom byla určena hodnota poměru cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku. Dle modifikovaného modelu CAPM činí hodnota nákladů vlastního kapitálu 9,90 %.

8.3 Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Iterativním výpočtem byly stanoveny váhy jednotlivých položek kapitálu a získána kapitálová struktura. Cílem tohoto výpočtu je dosažení stejné hodnoty vlastního kapitálu, ze které jsou počítány WACC a která je výsledkem finálního ocenění.

Tabulka č. 67: Váhy položek kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Váhy položek kapitálu	tis. Kč	Podíl
Vlastní kapitál	636 997	61,24 %
Bankovní úvěry krátkodobé	141 869	13,64 %
Bankovní úvěry dlouhodobé	158 845	15,27 %
Nebankovní půjčka	102 507	9,85 %
Cizí kapitál celkem	403 221	38,76 %
Celkový zpoplatněný kapitál	1 040 218	100,00 %

Nyní lze přistoupit k výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu. Po dosažení do rovnice dosahují průměrné vážené náklady kapitálu WACC 7,05 %

Tabulka č. 68: Průměrné vážené náklady kapitálu

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Průměrné vážené náklady kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	61,24 %	9,90 %	6,06 %
Cizí kapitál po dani	38,76 %	2,56 %	0,99 %
Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)			7,05 %

9 NÁVRH VÝSLEDNÉHO OCENĚNÍ

Společnost Crystalex CZ, s.r.o. bude oceněna k 1. 1. 2019 pomocí výnosových metod, a to zejména metodou diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě entity a dále také metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA). Při správném výpočtu by měly obě metody vykazovat stejnou hodnotu podniku.

9.1 Metoda DCF entity

Výnosová metoda DCF entity určuje hodnotu podniku na základě současné hodnoty budoucích peněžních toků, které plynou od data ocenění až do nekonečna, neboť se předpokládá nekonečné trvání podniku. Toto období se dělí na dvě fáze. První fáze vychází z prognózy a finančního plánu na základě kterého odvozujeme volné peněžní toky FCFF, které se následně diskontují na současnou hodnotu. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty investovaného provozně nutného kapitálu v jednotlivých letech.

Tabulka č. 69: Investovaný provozně nutný kapitál

(Zdroj: Vlastní zpracování)

1. fáze (v tis. Kč)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Provozně nutný DM	361 834	380 425	399 015	417 606	436 196	454 787	x
Upravený pracovní kapitál	399 045	419 231	442 211	466 494	492 066	518 915	x
Investovaný kapitál celkem	760 879	799 655	841 226	884 099	928 263	973 702	988 600

Provozně nutný dlouhodobý majetek a upravený pracovní kapitál vychází z finančního plánu. Následně je potřeba vypočítat volné cash flow (FCFF) pro 1. fázi.

Tabulka č. 70: FCFF pro první fázi

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Volné cash flow pro 1. fázi	2019	2020	2021	2022	2023
KPVH	120 367	117 469	112 640	105 373	95 063
Upravená daň	22 870	22 319	21 402	20 021	18 062
KPVH po dani	97 497	95 150	91 238	85 352	77 001
Odpisy	60 556	73 463	88 869	107 274	129 279
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-79 147	-92 054	-107 460	-125 865	-147 870

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-20 186	-22 980	-24 283	-25 573	-26 849
FCFF (free cash flow to firm)	58 721	53 579	48 364	41 189	31 561

FCFF pro první fázi vypočítáme jako korigovaného provozní VH po dani a odpisech a ponížený o investic do provozně nutného majetku. Tyto hodnoty FCFF je nutné diskontovat na současnou hodnotu. Vzhledem k tomu, že se jedná o metodu DCF entity, bude k diskontování použita diskontní míra na úrovni WACC ve výši 7,05 %.

Tabulka č. 71: Diskontované FCFF pro první fázi

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Diskontované FCFF (v tis. Kč)	2019	2020	2021	2022	2023
FCFF (v tis. Kč)	58 721	53 579	48 364	41 189	31 561
Odúročitel pro diskontní míru (WACC)	0,9341	0,8726	0,8151	0,7614	0,7112
Diskontované FCFF k 1. 1. 2019	54 851	46 751	39 420	31 359	22 446

Předešlá tabulka obsahuje výpočet diskontovaného FCFF pro první fázi k 1.1.2019. Současná hodnota 1. fáze společnosti Crystalex CZ, s.r.o. činí 194 828 tis. Kč. Nyní je potřeba stanovit pokračující hodnotu, kterou se rozumí hodnota podniku v období 2. fáze, zaměřenou na současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce 1. fáze až do nekonečna, to je od roku 2024.

Pokračující hodnotu lze stanovit dvěma způsoby, a to Gordonovým vzorcem a Parametrickým vzorcem, avšak oba by měly podávat stejný výsledek. Pro výpočet pokračující hodnoty je potřeba určit terminální tempo růstu (g). Z důvodu záporného průměrného růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření za minulost a plán bude tempo růstu stanoveno alespoň na úrovni dlouhodobé očekávané inflace, neboť předpokládáme, že se podnik nebude zmenšovat v reálném vyjádření.

Dále je potřeba vypočítat hodnotu FCFF pro rok 2024. K tomu je potřeba vypočítat hodnotu celkového investovaného kapitálu. Tato hodnota se vypočítá jako celkový investovaný kapitál v roce 2023 navýšený o tempo růstu pro 2. fázi, tedy o 1,53 %. Celkový investovaný kapitál v roce 2024 činí 988 600 tis. Kč. Stejným způsobem se vypočítá KPVH po dani, jeho výše pro rok 2024 je 78 179 tis. Kč. Nyní lze rozdílem KPVH po dani v roce 2024 a netto investic pro rok 2024 stanovit hodnotu FCFF pro rok 2024.

Pro výpočet Parametrického vzorce je ještě potřeba stanovit míru a rentabilitu investic netto, kdy míra investic netto do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu je vypočítána jako podíl změny investovaného kapitálu roku 2024 a 2023 a hodnotou KPVH po dani roku 2024. Rentabilita investic netto se potom vypočítá jako tempo růstu poděleno mírou investic netto.

Tabulka č. 72: Výpočet pokračující hodnoty DCF

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Pokračující hodnota - 2. fáze	
Tempo růstu	1,53 %
Míra investic netto do DM a PK	19,06 %
Rentabilita investic netto	8,03 %
FCFF 2024	63 281 tis. Kč
Parametrický vzorec	1 145 552 tis. Kč
Gordonův vzorec	1 145 552 tis. Kč

Výsledná hodnota Parametrického i Gordonova vzorce činí 1 145 552 tis. Kč.

Nyní lze přistoupit k výnosovému ocenění podniku. Současná hodnota 1. fáze je dána součtem diskontovaných FCFF za roky 2019-2023. Současná hodnota 2. fáze je stanovena diskontováním pokračující hodnoty. Provozní hodnota brutto je součtem současných hodnot 1. a 2. fáze. Odečtením hodnoty úročeného cizího kapitálu k datu ocenění je zjištěna provozní hodnota netto. Nakonec se k hodnotě netto přičte neprovozní majetek k datu ocenění v podobě provozně nepotřebné hotovosti.

Tabulka č. 73: Výsledné ocenění společnosti metodou DCF k 1.1.2019

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnosové ocenění k 1. 1. 2019	tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	194 828
Současná hodnota 2. fáze	814 702
Provozní hodnota brutto	1 009 530
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	403 221
Provozní hodnota netto	606 309
Neprovozní majetek k datu ocenění	30 688
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	636 997

Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF ve variantě entity společnosti Crystalex CZ, s.r.o. činí 636 997 tis. Kč.

9.2 Ocenění metodou EVA

I u metody ekonomické přidané hodnoty je využita dvoufázová metoda výpočtu. Hodnota 1. fáze se stanoví jako součet současných hodnot všech diskontovaných hodnot EVA za plánované roky. Hodnota 2. fáze je stanovena na základě pokračující hodnoty a diskontní míry.

Pro výpočet EVA v jednotlivých letech je zapotřebí znát čistý operační zisk po dani neboli NOPAT, což odpovídá hodnotě KPVH po odpisech a dani z výpočtu metodou DCF entity. Dále je potřeba znát čistá operační aktiva neboli NOA. Tato hodnota odpovídá hodnotě celkového provozně nutného investovaného kapitálu opět z výpočtu metodou DCF entity. Z tohoto důvodu by se měla hodnota podniku pomocí obou metod rovnat. V následující tabulce je proveden výpočet ekonomické přidané hodnoty pro 1. fázi.

Tabulka č. 74: Výpočet diskontované EVA pro 1. fázi

(Zdroj: Vlastní zpracování)

1. fáze	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NOPAT	71 529	97 497	95 150	91 238	85 352	77 001	78 179
NOA (ke konci období)	760 879	799 655	841 226	884 099	928 263	973 702	988 600
WACC x NOA _{t-1}	X	53 673	56 408	59 341	62 365	65 480	68 686
EVA	X	43 824	38 741	31 897	22 987	11 520	9 493
Odúročitel (WACC)	X	0,9341	0,8725	0,8150	0,7613	0,7111	
EVA diskontovaná	X	40 936	33 804	25 998	17 501	8 193	

Hodnota diskontovaná EVA je dána součinem hodnoty EVA a diskontní sazby, která je stejně jako u metody DCF stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů ve výši 7,05 %. Pro stanovení pokračující hodnoty je potřeba vypočítat vybrané položky i pro rok 2024. Hodnota NOPAT a NOA v roce 2024 se vypočítá jako hodnota roku 2019 navýšená o tempo růstu ve výši 1,53 %. Současná hodnota 1. fáze je dána součtem diskontovaných EVA a činí 126 433 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze je stanovena na základě Gordonova vzorce, stejně jako u metody DCF entity. Hodnota diskontní sazby a tempa růstu se opět přebírá ve stejné výši z metody DCF entity. Výsledná pokračující hodnota se potom vypočítá jako podíl EVA v roce 2024 a rozdílu hodnoty WACC a tempa růstu a činí 171 850 tis. Kč. Po diskontování této hodnoty odůročitelem pro diskontní míru v posledním prognózovaném roce je získána současná hodnota 2. fáze, a to ve výši 122 218 tis. Kč.

Hodnota MVA neboli tržní přidaná hodnota, se stanoví součtem hodnoty 1. a 2. fáze ocenění. Provozní hodnota brutto je dána součtem MVA a NOA k datu ocenění. Tato hodnota je následně snížena o úročený cizí kapitál k datu ocenění, a tím je stanovena provozní hodnota netto. Nyní je k provozní hodnotě netto přičten neprovozní majetek k datu ocenění, kterým jsou provozně nepotřebné peněžní prostředky. Výsledná hodnota vlastního kapitálu pomocí metody EVA je vypočítán v následující tabulce.

Tabulka č. 75: Ocenění společnosti metodou EVA

(Zdroj: Vlastní zpracování)

Výnosové ocenění k 1. 1. 2019	tis. Kč
Současná hodnota 1. fáze	126 433
Současná hodnota 2. fáze	122 218
MVA (tržní přidaná hodnota)	248 651
NOA k datu ocenění	760 879
Provozní hodnota brutto	1 009 530
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	403 221
Provozní hodnota netto	606 309
Neprovozní majetek k datu ocenění	30 688
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	636 997

Výsledná hodnota společnosti Crystalex CZ, s.r.o. k datu 1. 1. 2019 byla pomocí metody DCF entity a EVA stanovena ve výši 636 997 tis. Kč.

ZÁVĚR

Hlavním cílem diplomové práce bylo ocenění podniku Crystalex CZ, s.r.o. k datu 1.1.2019. Stanovení hodnoty podniku bylo provedeno pomocí výnosových metod, a to metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomické přidané hodnoty a proběhlo za účelem zjištění hodnoty objektivizované.

Nejdříve byla v první fázi představena vybraná společnost, dále byla provedena strategická analýza společnosti, a to prostřednictvím analýzy SLEPTE, charakterizující vnější faktory ovlivňující společnost. Pro určení vnitřních faktorů společnosti byl použit Porterův model pěti konkurenčních sil a analýza 7S.

V další fázi byla provedena finanční analýza prostřednictvím analýzy absolutních ukazatelů, analýzy poměrových ukazatelů a SWOT analýza. Analýzy byly provedeny za jednotlivé roky 2014-2018 a byly porovnány s konkurencí a s oborovými průměry.

V následující části byl rozdělen majetek na provozně potřebný a nepotřebný a provedena prognóza generátorů hodnoty. V té jsou prognózovány tržby, z nichž vychází další generátory hodnot. A to prognóza ziskové marže, pracovního kapitálu, a dlouhodobého majetku. Na základě těchto činností byla určena předběžná hodnota podniku.

Následně byl sestaven finanční plán na roky 2019-2023 se zaměřením na plán výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu peněžních toků, který je východiskem pro následné ocenění. Před samotným oceněním bylo potřeba vyčíslit náklady na cizí a vlastní kapitál a byla vypočtena hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu.

V poslední fázi bylo přistoupeno k hlavnímu cíli práce, a to k výslednému vyčíslení výsledné hodnoty ocenění společnosti Crystalex CZ, s.r.o. metodou DCF entity a EVA, přičemž bylo dosaženo stejných výsledků. Objektivizovaná výsledná hodnota podniku Crystalex CZ, s.r.o. činí 636 997 tis. Kč k datu 1. 1. 2019. Tímto došlo k naplnění hlavního cíle diplomové práce.

SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ

- (1) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- (2) Zákon č.89/2012 Sb., občanský zákoník ze dne 3. února 2012
- (3) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 1999. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-227-6.
- (4) HANZELKOVÁ, Alena. *Strategický marketing: teorie pro praxi*. Praha: C.H. Beck, 2009. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7400-120-8.
- (5) MALLYA, Thaddeus. *Základy strategického řízení a rozhodování*. Praha: Grada, 2007. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-1911-5.
- (6) VYSEKALOVÁ, Jitka. *Marketing: pro střední školy a vyšší odborné školy*. Praha: Fortuna, 2006. ISBN 80-7168-979-3.
- (7) ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. Praha: Grada, 2010. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.
- (8) KAŇOVSKÁ, Lucie a David SCHÜLLER. *Základy marketingu: studijní text pro bakalářské obory*. Vydání 2., přepracované. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2015. ISBN 978-80-214-5107-0.
- (9) ZAMAZALOVÁ, Marcela. *Marketing obchodní firmy*. Praha: Grada, 2009. Manažer. ISBN 978-80-247-2049-4.
- (10) KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2., rozš. vyd. Praha: Grada, 2013. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-4456-8.
- (11) SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3386-6.

- (12) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
- (13) KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. V Praze: C.H. Beck, 2015. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-538-1.
- (14) MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.
- (15) Historie a současnost. *Crystalex* [online]. Praha, 2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.crystalex.cz/cz/info/13-historie-a-soucasnost.html>
- (16) Veřejný rejstřík a sbírka listin: Výroční zpráva 2014-2018 Crystalex. *Justice.cz* [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=703210>
- (17) Český sklářský průmysl. *Asociace sklářského a keramického průmyslu ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://askpcr.cz/o-skle/cesky-sklarsky-prumysl>
- (18) Crystalex.cz, s.r.o. *Asociace sklářského a keramického průmyslu ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://askpcr.cz/o-skle/cesky-sklarsky-prumysl>
- (19) Značky. *Crystalex* [online]. Praha, 2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.crystalex.cz/cz/info/16-znacky.html>
- (20) Výroční zpráva sklářského a keramického průmyslu ČR za rok 2018. *Asociace sklářského a keramického průmyslu ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: https://askpcr.cz/file/352a2be81dff0fac30ff2354616e3510/1303/VZ2018_ASKP_CZ.pdf

- (21) Aktuální populační vývoj v kostce. *Český statistický úřad* [online]. Praha, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/aktualni-populacni-vyvoj-v-kostce>
- (22) Míry zaměstnanosti, nezaměstnanosti a ekonomické aktivity - prosinec 2018. *Český statistický úřad* [online]. Praha, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/aktualni-populacni-vyvoj-v-kostce>
- (23) Obecná míra nezaměstnanosti v ČR a krajích. *Český statistický úřad* [online]. Praha, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/obecna_mira_nezamestnanosti_v_cr_a_krajich
- (24) Statistická ročenka České republiky - 2018. *Český statistický úřad* [online]. Praha, ©2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/24-vzdelavani>
- (25) Makroekonomická predikce - listopad 2019. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 2019 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2019/makroekonomicka-predikce-listopad-2019-36582>
- (26) Světová banka zlepšila odhad letošního růstu ruské ekonomiky. *FXstreet.cz* [online]. FXstreet.cz, ©2009-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.fxstreet.cz/svetova-banka-zlepsila-odhad-letosniho-rustu-ruske-ekonomiky.html>
- (27) Prognóza: Ekonomika EU zpomalí kvůli nejistotě doma i ve světě. *Euroskop* [online]. Vláda České republiky, ©2005-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.euroskop.cz/9003/32626/clanek/prognoza-ekonomika-eu-zpomali-kvuli-nejistote-doma-i-ve-svete/>
- (28) Makroekonomická predikce - leden 2020. *Ministerstvo financí České republiky* [online]. Praha, 2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z:

<https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2020/makroekonomicka-predikce-leden-2020-37433>

(29)_EUR průměrné kurzy 2010, historie kurzů měn. *Kurzy.cz* [online]. AliaWeb, ©2000-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/EUR-euro/2010/>

(30) Intervence ČNB - kurzový závazek Koruna/Euro za 27Kč/EUR. *Kurzy.cz* [online]. AliaWeb, ©2000-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/investice/intervence-cnb/>

(31) Jak dopadají kolísající měny na ekonomiku? *Měšec.cz* [online]. Internet Info, ©1998-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.mesec.cz/clanky/jak-dopadaji-kolisajici-meny-na-ekonomiku/>

(32)_USD průměrné kurzy 2009, historie kurzů měn. *Kurzy.cz* [online]. AliaWeb, ©2000-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/USD-americky-dolar/2009/>

(33)_RUB průměrné kurzy 2009, historie kurzů měn. *Kurzy.cz* [online]. AliaWeb, ©2000-2020 [cit. 2020-02-11]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/RUB-rusky-rubl/2009/>

(34) Založení sklářského klastru. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. MPO, ©2005-2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/prumysl/zpracovatelsky-prumysl/zalozeni-sklarskeho-klastru--166349/>

(35) Činnost a poslání. *Asociace sklářského a keramického průmysl ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://askpcr.cz/o-asociaci/cinnost-a-poslani>

- (36) Jak na export sklářského průmyslu. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. MPO, ©2005-2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/ministerstvo/kalendar-akci-vse/jak-na-export-sklarskeho-prumyslu--243138/>
- (37) Podpora exportu. *Asociace sklářského a keramického průmysl ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://askpccr.cz/aktivity/resenatemata/podpora-exportu>
- (38) Sklářské svítání 2018: Automatizace a specializovaná výroba. *Asociace sklářského a keramického průmysl ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://askpccr.cz/pro-media/tiskove-zpravy/sklarske-svitani-2018-automatizace-a-specializovana-vyroba>
- (39) Tradice českého skla žije, do světa se vyveze přes 90 procent tuzemské produkce. *e15.cz* [online]. CZECH NEWS CENTER a.s., ©2021-2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://www.e15.cz/byznys/prumysl-a-energetika/tradice-ceskeho-skla-zije-do-sveta-se-vyveze-pres-90-procent-tuzemske-produkce-1353565>
- (40) Kvalita a certifikáty. *Crystalex* [online]. Praha, 2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://www.crystalex.cz/cz/info/17-kvalita-a-certifikaty.html>
- (41) Výroba a životní prostředí. *Asociace sklářského a keramického průmysl ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://askpccr.cz/o-skle/vyroba-a-zivotni-prostredi>
- (42) Recyklace skla. *Asociace sklářského a keramického průmysl ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://askpccr.cz/o-skle/recyklace-skla>
- (43) O nás. *Crystalite: Bohemia* [online]. Crystalite Bohemia, ©2020 [cit. 2020-02-28]. Dostupné z: <https://www.crystalite.org/cs/o-nas/>

- (44) Veřejný rejstřík a sbírka listin: Výroční zpráva 2014-2018 Crystalite Bohemia. *Justice.cz* [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=125234>
- (45) Profil společnosti. *Kavalier* [online]. Kavalierglass, ©2020 [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://www.kavalier.cz/o-spolecnosti/o-nas/profil-spolecnosti.html>
- (46) Veřejný rejstřík a sbírka listin: Výroční zpráva 2014-2018 Kavalierglass. *Justice.cz* [online]. Ministerstvo spravedlnosti České republiky, ©2017 [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=681414>
- (47) Výroba skla. *Asociace sklářského a keramického průmysl ČR* [online]. Netservis, ©2020 [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://askpcr.cz/o-skle/vyroba-skla>
- (48) Indexy cen průmyslových výrobců - únor 2020. *Český statistický úřad* [online]. Praha, ©2020 [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/indexy-cen-prumyslovych-vyrobcu-unor-2020>
- (49) Finanční analýza podnikové sféry za rok 2018. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. MPO, ©2005-2020 [cit. 2020-03-05]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/financni-analyza-podnikove-sfery-za-rok-2018--248883/>
- (50) United States Government Bond 10Y, 2008. *Trading economics* [online]. New York, 2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>
- (51) Damodaran Data: current, 2020. *Damodaran online* [online]. 2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate

(52) Inflation, consumer prices (annual %), 2020. *The world bank* [online]. Washington DC, 2020 [cit. 2020-04-11]. Dostupné z: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity.....	39
Obrázek č. 2: Logo společnosti.....	48

SEZNAM GRAFŮ

Graf č. 1: Přímý vývoz a přímý dovoz užitkového skla	51
Graf č. 2: Struktura vývozu užitkového skla v roce 2018 dle teritorií.....	51
Graf č. 3: Struktura dovozu užitkového skla v roce 2018 dle teritorií.....	52
Graf č. 4: Obecná míra nezaměstnanosti	54
Graf č. 5: Porovnání tržeb společnosti Crystalex CZ, s.r.o. s konkurencí	63
Graf č. 6: Vývoj cen elektřiny a zemního plynu za dodávky pro průmysl	63
Graf č. 7: Vývoj efektivní domácí poptávky	64
Graf č. 8: Lineární trend vývoje tržeb CZ-NACE 23	88
Graf č. 9: Exponenciální trend vývoje tržeb CZ-NACE 23.....	88
Graf č. 10: Kvadratický trend vývoje tržeb CZ-NACE 23	89

SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: Příklad obsahu SWOT analýzy	23
Tabulka č. 2: Výpočet upraveného pracovního kapitálu	32
Tabulka č. 3: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření pro FCFF	38
Tabulka č. 4: Výpočet volného peněžního toku FCF	38
Tabulka č. 5: Výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu	46
Tabulka č. 6: Výpočet tržní hodnoty operačních aktiv	46
Tabulka č. 7: Vývoj HDP v běžných cenách	55
Tabulka č. 8: Vývoj míry inflace	56
Tabulka č. 9: Vývoj nominálního měnového kurzu eura.....	57
Tabulka č. 10: Vývoj nominálního měnového kurzu amerického dolaru.....	58
Tabulka č. 11: Vývoj nominálního měnového kurzu ruského rublu	58
Tabulka č. 12: Tržní podíl společnosti Crystalite Bohemia, a.s.	62
Tabulka č. 13: Tržní podíl společnosti Kavalierglass, a.s.	62
Tabulka č. 14: Horizontální analýzy vybraných položek aktiv	68
Tabulka č. 15: Vertikální analýzy vybraných položek aktiv	68
Tabulka č. 16: Horizontální analýza vybraných položek pasiv	69
Tabulka č. 17: Vertikální analýza vybraných položek pasiv	71
Tabulka č. 18: Horizontální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty.....	72
Tabulka č. 19: Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty.....	73
Tabulka č. 20: Rentabilita celkových vložených aktiv	74
Tabulka č. 21: Rentabilita vlastního kapitálu	74
Tabulka č. 22: Rentabilita tržeb	75
Tabulka č. 23: Obrat celkových aktiv	75
Tabulka č. 24: Doba obratu zásob	76
Tabulka č. 25: Doba obratu pohledávek	76
Tabulka č. 26: Doba obratu závazků	77
Tabulka č. 27: Ukazatel věřitelského rizika.....	77
Tabulka č. 28: Koeficient samofinancování	78
Tabulka č. 29: Úrokové krytí.....	78
Tabulka č. 30: Běžná likvidita	79
Tabulka č. 31: Pohotová likvidita	79

Tabulka č. 32: Okamžitá likvidita.....	80
Tabulka č. 33: Altmanův index.....	81
Tabulka č. 34: Index IN05	81
Tabulka č. 35: SWOT analýza společnosti Crystalex CZ, s.r.o.....	83
Tabulka č. 36: Provozně nutný investovaný kapitál	84
Tabulka č. 37: Korigovaný provozní výsledek hospodaření	85
Tabulka č. 38: Tržby odvětví CZ-NACE 23.....	86
Tabulka č. 39: Závislost trhu na makroekonomických ukazatelích.....	87
Tabulka č. 40: Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí regresní analýzy.....	87
Tabulka č. 41: Prognóza tržeb relevantního trhu pomocí časové řady.....	89
Tabulka č. 42: Odvození tržního podílu společnosti Crystalex CZ, s.r.o.	90
Tabulka č. 43: Prognóza tržeb společnosti Crystalex CZ, s.r.o.	90
Tabulka č. 44: Prognóza ziskové marže shora.....	91
Tabulka č. 45: Zisková marže metoda zdola	92
Tabulka č. 46: Prognóza ziskové marže metodou zdola.....	92
Tabulka č. 47: Doby obratu jednotlivých položek upraveného pracovního kapitálu	93
Tabulka č. 48: Prognóza upraveného pracovního kapitálu.....	93
Tabulka č. 49: Investice do dlouhodobého majetku dle minulosti v tis. Kč.....	94
Tabulka č. 50: Investice do dlouhodobého majetku dle konkurentů v tis. Kč.....	94
Tabulka č. 51: Celkový odhad investic netto do dlouhodobého majetku v tis. Kč	95
Tabulka č. 52: Plán dlouhodobého majetku, investic, odpisů	95
Tabulka č. 53: Investice netto a brutto do dlouhodobého majetku v tis. Kč	97
Tabulka č. 54: Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu.....	97
Tabulka č. 55: Zisková marže po dani.....	98
Tabulka č. 56: Předběžné ocenění podniku na základě generátorů hodnoty	98
Tabulka č. 57: Analýza citlivosti	99
Tabulka č. 58: Plánovaná výsledovka.....	100
Tabulka č. 59: Plánovaná rozvaha - aktiva	101
Tabulka č. 60: Plánovaná rozvaha - pasiva.....	102
Tabulka č. 61: Plánovaný výkaz peněžních toků.....	103
Tabulka č. 62: Ukazatel rentability dle finančního plánu.....	105
Tabulka č. 63: Ukazatele likvidity dle finančního plánu	106

Tabulka č. 64: Ukazatele zadluženosti dle finančního plánu.....	106
Tabulka č. 65: Náklady na cizí kapitál v tis. Kč	107
Tabulka č. 66: Náklady vlastního kapitálu	108
Tabulka č. 67: Váhy položek kapitálu	109
Tabulka č. 68: Průměrné vážené náklady kapitálu	109
Tabulka č. 69: Investovaný provozně nutný kapitál	110
Tabulka č. 70: FCFF pro první fázi	110
Tabulka č. 71: Diskontované FCFF pro první fázi	111
Tabulka č. 72: Výpočet pokračující hodnoty DCF	112
Tabulka č. 73: Výsledné ocenění společnosti metodou DCF k 1.1.2019	112
Tabulka č. 74: Výpočet diskontované EVA pro 1. fázi	113
Tabulka č. 75: Ocenění společnosti metodou EVA	114

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

a.s.	Akciová společnost
CAPM	Model kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CZK	Česká koruna
č.	Číslo
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Diskontovaný peněžní tok
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EAT	Zisk po zdanění
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
EU	Evropská unie
EUR	Euro
FCF	Volné cash flow
FCFF	Volné cash flow do firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
HMVS	Hmotné movité věci a jejich soubory
KFM	Krátkodobý finanční majetek
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Provozní zisk po zdanění
ROA	Rentabilita celkových aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
ROI	Rentabilita vloženého kapitálu
RUB	Ruský rubl
s.r.o.	Společnost s ručením omezeným
Sb.	Sbírka zákonů
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha 1: Rozvaha společnosti Crystalex CZ, s.r.o. v letech 2014-2018..... I

Příloha 2: Výkaz zisku a ztrát společnosti Crystalex CZ, s.r.o. v letech 2014-2018 IV

Příloha 1: Rozvaha společnosti Crystalex CZ, s.r.o. v letech 2014-2018

Rozvaha - aktiva k 31.12. v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	831 440	851 069	860 553	877 922	952 651
B. Dlouhodobý majetek	334 638	325 066	342 879	356 659	361 834
B.I. Dlouhodobý nehmotný majetek	31 614	14 236	6 524	5 721	7 880
B.1.2. Ocenitelná práva	25 589	6 813	515	201	275
B.1.2.1 Software	1955	1130	515	201	275
B.1.2.2. Ostatní ocenitelná práva	23634	5683	0	0	0
B.I.4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	6025	5910	6 009	5 520	7 297
B.I.5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehm.maj. a nedokončený dlouhodobý nehm. majetek	0	1 513	0	0	308
B.I.5.2. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	1513	0	0	308
B.II. Dlouhodobý hmotný majetek	303 024	298 080	327 857	350 938	353 954
B.II.1. Pozemky a stavby	133 401	124 672	116 658	111 143	106 538
B.II.1.1 Pozemky	10 915	10 915	10 915	10 915	11 679
B.II.1.2 Stavby	122486	113757	105 743	100 228	94 859
B.II.2. Hmotné movité věci a jejich soubory	156379	148892	198 682	233 228	216 470
B.II.5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný	13244	24516	12 517	6 567	30 946
B.II.5.1 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	12511	19774	6045	3005	23190
B.II.5.2 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	733	4742	6 472	3 562	7 756
B.III. Dlouhodobý finanční majetek	0	12 750	8 498	0	0
B.III.7. Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	12750	8 498	0	0
B.III.7.1. Zápůjčky a úvěry ostatní	0	12750	8 498	0	0
C. Oběžná aktiva	493 515	522 188	512 148	514 207	584 356
C.I. Zásoby	267 017	303 875	284 055	286 790	314 897
C.I.1. Materiál	84462	85998	107 906	84 321	104 908
C.I.2. Nedokončená výroba a polotovary	54349	62493	62 019	61 179	52 255
C.I.3. Výrobky a zboží	128206	154919	113971	140871	157734
C.I.3.1 Výrobky	126608	153172	111 438	137 890	154 448

C.I.3.2 Zboží	1598	1747	2 533	2 981	3 286
C.I.5. Poskytnuté zálohy na zásoby	0	465	159	419	0
C. II. Pohledávky	160 223	174 066	185 882	179 622	207 075
C.II.2 Krátkodobé pohledávky	160 223	174 066	185 882	179 622	207 075
C.II.2.1. Pohledávky z obchodních vztahů	150508	161831	168 754	152 583	204 018
C.II.2.4. Pohledávky - ostatní	2584	811	828	4 986	760
C.II.2.4.4. Krátkodobé poskytnuté zálohy	472	402	512	373	464
C.II.2.4.5. Dohadné účty aktivní	1264	409	270	564	248
C.II.2.4.6. Jiné pohledávky	848	0	46	4 049	48
C.II.2.4.3. Stát – daňové pohledávky	7131	11424	16 300	22 053	2 297
C.IV. Peněžní prostředky	66 275	44 247	42 211	47 795	62 384
C.IV.1.Peněžní prostředky v pokladně	1095	1184	1 420	1 735	1 582
C.IV.2.Peněžní prostředky na účtech	65180	43063	40 791	46 060	60 802
D.I. Časové rozlišení	3 287	3 815	5 526	7 056	6 461
D.1. Náklady příštích období	3170	3712	5 434	6 952	6 357
D.3. Příjmy příštích období	117	103	92	104	104

Rozvaha – pasiva k 31.12. v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018
Pasiva celkem	831 440	851 069	860 553	877 922	952 651
A. Vlastní kapitál	244 094	254 811	274 508	285 031	331 479
A.I. Základní kapitál	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000
A.I.1. Základní kapitál	105 000	105 000	105 000	105 000	105 000
A.II. Ážio a kapitálové fondy	-1 382	-356	0	0	0
A.II.2. Kapitálové fondy	-1 382	-356	0	0	0
A.II.2.2 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-1 382	-356	0	0	0
A.III. Fondy ze zisku	6 354	0	0	0	0
A.III.1. Ostatní rezervní fondy	6 354	0	0	0	0
A.IV. Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	27 511	87 171	118 669	144 088	163 831
A.IV.1. Nerozdělený zisk minulých let	27 511	87 171	118 669	144 088	163 831
A.V. Výsledek hospodaření běžného úč.období (+-)	106 611	62 996	50 839	35 943	62 648

B.+C. Cizí zdroje	585 537	594 933	584 810	591 717	618 568
B. Rezervy	19 556	20 738	24 995	19 965	27 470
B.IV. Ostatní rezervy	19 556	20 738	24 995	19 965	27 470
C. Závazky	565 981	574 195	559 815	571 752	591 098
C.I. Dlouhodobé závazky	277 262	225 580	258 782	274 236	290 749
C.I. 2. Závazky k úvěrovým institucím dlouhodobé	60 429	12 187	46 474	61 066	158 845
C.I.8.Odložený daňový závazek	35 451	33 393	32 308	33 170	29 397
C.I.9.3 Závazky ovládaná nebo ovládající osoba	181 382	180 000	180 000	180 000	102 507
C.II. Krátkodobé závazky	288 719	348 615	301 033	297 516	300 349
C.II.2 Závazky k úvěrovým institucím krátkodobé	163 427	200 639	153 400	152 921	141 869
C.II.3. Krátkodobé přijaté zálohy	3 607	1 394	3 033	5 322	10 268
C.II.4. Závazky z obchodních vztahů	76 407	103 726	106 470	97 689	99 844
C.II.8. Závazky ostatní	45 278	42 856	38130	41584	48368
C.II.8.3 Závazky k zaměstnancům	13 018	14 171	14 193	15 131	15 265
C.II.8.4 Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	7 294	8 648	8 854	9 570	9 732
C.II.8.5. Stát –daňové závazky a dotace	20 139	14 729	8 918	8 668	16 573
C.II.8.6. Dohadné účty pasivní	383	386	1 178	3 382	807
C.II.8.7. Jiné závazky	4 444	4 922	4 987	4 833	5 991
D. Časové rozlišení pasiv	1 809	1 325	1 235	1 174	2 604
D.1. Výdaje příštích období	1 809	1 325	1 235	1 174	2 604

Příloha 2: Výkaz zisku a ztrát společnosti Crystalex CZ, s.r.o. v letech 2014-2018

VZZ k 31.12. v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018
I. Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb	950 287	1 015 709	1 013 816	970 894	1 079 868
II. Tržby za prodej zboží	6 297	16 791	11 405	8 939	9 666
A. Výkonová spotřeba	542 411	578 508	520 715	553 438	585 469
A. 1. Náklady vynaložené na prodané zboží	3 972	12 272	7 363	4 471	4 971
A.2. Spotřeba materiálu a energie	410 447	441 864	383 550	407 049	422 385
A.3. Služby	127 992	124 372	129 802	141 918	158 113
B. Změna stavu zásob vlastní činnosti	-4 949	-34 372	41 937	-27 067	-9 459
C. Aktivace	-36 058	-12 858	-18 416	-28 326	-14 076
D. Osobní náklady	272 831	326 711	330 525	360 657	365 431
D.1. Mzdové náklady	201 356	241 027	243 315	265 673	268 962
D.2.1 Náklady na sociální zabezpečení a zdrav. pojištění	62 224	76 227	77 427	84 958	86 294
D.2.2 Ostatní náklady	9 251	9 457	9 783	10 026	10 175
E. Úpravy hodnot v provozní oblasti	67 153	61 093	60 242	70 208	53 742
E.1.Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	67 153	70 894	60 954	59 206	60 556
E.1.1. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé		70 473	60 218	60 165	60 884
E.1.2. Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné		421	736	-959	-328
E.2. Úpravy hodnot zásob		-1 069	-732	4 091	95
E.3. Úpravy hodnot pohledávek		-8 732	20	6 911	-6 909
III. Ostatní provozní výnosy	54 205	13 871	13 844	12 391	12 758
III.1.Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	475	417	177	159	218
III.2. Tržby z prodaného materiálu	6 698	9 171	11 104	9 138	9 701
III.3. Jiné provozní výnosy	47 032	4 283	2 563	3 094	2 839
F. Ostatní provozní náklady	17 983	32 067	26 041	16 149	30 006
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	12	192	0	0	8
F. 2. Zůstatková cena prodaného materiálu	4 081	6 346	7 719	7 025	7 039

F.3. Daně a poplatky	2 135	2 171	2 205	2 214	2 436
F.4. Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	-595	1181	4 258	-5 030	7 505
F.5. Jiné provozní náklady	12 350	22 177	11 859	11 940	13 018
* Provozní výsledek hospodaření	151 418	95 222	78 021	47 165	91 179
IV. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	6	31	285	118	0
IV. 2. Ostatní výnosy z podílů	6	31	285	118	0
J. Nákladové úroky	20 385	16 465	14 028	9 054	10 304
J.1 Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	4 558	3 951
J.2. Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	20 385	16 465	14 028	4 496	6 353
VII. Ostatní finanční výnosy	5 636	9 933	3 110	23 725	9 253
K. Ostatní finanční náklady	4 588	9 312	3 231	14 569	12 766
* Finanční výsledek hospodaření	-19 331	-15 813	-13 864	220	-13 817
**** Výsledek hospodaření před zdaněním	132 087	79 409	64 157	47 385	77 362
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	25 476	16 413	13 318	11 442	14 714
Q.1. - splatná	18 107	18 471	14 403	10 580	18 487
- odložená	7 369	-2 058	-1 085	862	-3 773
** Výsledek hospodaření po zdanění	106 611	62 996	50 839	35 943	62 648
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+,-)	106 611	62 996	50 839	35 943	62 648
Čistý obrat	1 016 431	1 056 335	1 042 460	1 016 067	1 111 545