

Projekt ocenění podniku XY pomocí výnosových metod

Bc. Ivana Nečaslová

Diplomová práce
2012

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Ivana NEČESALOVÁ**
Osobní číslo: **M100246**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt ocenění podniku XY pomocí výnosových metod**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku s důrazem na výnosové metody.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj vnějšího a vnitřního prostředí podniku XY.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

- DLUHOŠOVÁ, Dana.** Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- FOTR, Jiří.** Strategické finanční plánování. Praha: Grada Publishing, 1999. 149 s. ISBN 80-7169-694-3.
- KISLINGEROVÁ, Eva.** Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- MARÍK, Miloš a kol.** Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra; KNÁPKOVÁ, Adriana.** Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Eva Kramná
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 18. června 2012
Termín odevzdání diplomové práce: 13. srpna 2012

Ve Zlíně dne 18. června 2012


prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka




prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby¹;
- diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3²;
- podle § 60³ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

¹ zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

- (1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.
- (2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnoženiny.
- (3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

² zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

- (3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

³ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). Odpirá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem diplomovou práci zpracovala samostatně a použité informační zdroje jsem citovala;
- odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 28.7.2012

Mášalová

⁴ zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

- (2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užít či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.
- (3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jím dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlíží k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá stanovením tržní hodnoty podniku XY pomocí nejčastěji používaných výnosových metod. Teoretická část je zaměřena na definici podniku, typy hodnot, stanovení diskontní míry, faktor času a rizika, postup při oceňování a na jednotlivé výnosové metody. Informace z teoretické části jsou pak aplikovány na konkrétním podniku, kdy je zpracována strategická a finanční analýza. Poté je sestaven finanční plán na pětileté období a po zjištění dlouhodobého trvání podniku je vypočtena konkrétní hodnota podniku.

Klíčová slova: oceňování podniku, strategická analýza, finanční analýza, výnosové metody ocenění.

ABSTRACT

Diploma thesis deals with the determination of market value of the company XY by using most frequent yield valuation methods. The theoretical part is focused on the definition of a company, types of values, the interest rate, the time and risk factors, the valuation process and individual yield methods. Information from the theoretical part is applied to a specific company when strategic and financial analysis is processed. Then the financial plan for following five years is compiled and after determination of long term company continuation the particular value of the company is calculated.

Keywords: valuation of the company, strategic analysis, financial analysis, yield valuation methods.

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí diplomové práce Ing. Evě Kramné za odborné vedení a cenné rady. Děkuji vedení podniku XY za poskytnutí podkladů a informací pro zpracování praktické části.

Dále děkuji své rodině, že mi umožnila studovat a po celou dobu studia mě podporovala.

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ	13
1.1.1 Definice podniku.....	13
1.1.2 Hodnota podniku.....	13
1.2 TYPY HODNOTY.....	14
1.2.1 Tržní hodnota	14
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota	14
1.2.3 Objektivizovaná hodnota.....	15
1.2.4 Kolínská škola	15
1.3 PRÁVNÍ RÁMEC OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	16
1.4 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	16
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	18
2.1 FAKTOR ČASU.....	18
2.2 FAKTOR RIZIKA	18
2.2.1 Riziko tržní (systematické).....	19
2.2.2 Specifické riziko (jedinečné, nesystematické)	19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	19
2.3.1 Diskontní míra a riziko.....	20
2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění	20
3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	22
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH INFORMACÍ	22
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	23
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	24
3.3.1 Absolutní ukazatele.....	25
3.3.2 Poměrové ukazatele.....	25
3.4 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	26
3.4.1 Nejčastější provozně nutná aktiva	26
3.4.2 Provozně nutný investovaný kapitál	27
3.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření.....	27
3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	28
3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	28
4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	30
4.1 VÝNOSOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	30
4.1.1 Metoda diskontovaného cash-flow (DCF)	30
4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	35
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)	37
4.1.4 Kombinované výnosové metody	38
4.2 MAJETKOVÉ METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	39
4.2.1 Metoda likvidační hodnoty.....	40
4.2.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku	40

4.3	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU	41
II	PRAKTICKÁ ČÁST	44
5	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY	45
5.1	ZÁKLADNÍ ÚDAJE	45
5.2	ORGANIZAČNÍ STRUKTURA.....	45
5.3	POPIS PODNIKU A JEHO CÍLE	46
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	48
6.1	MAKROEKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ (PEST ANALÝZA)	48
6.1.1	Politické a právní prostředí	48
6.1.2	Ekonomické prostředí	48
6.1.3	Sociální prostředí.....	51
6.1.4	Technické prostředí	52
6.2	ZEMĚDĚLSTVÍ V NÁRODNÍM HOSPODÁŘSTVÍ	52
6.3	ANALÝZA TRHU ZEMĚDĚLSKÝCH VÝROBKŮ	53
6.4	ANALÝZA VNITŘNÍHO POTENCIÁLU PODNIKU	55
6.5	SHRNUTÍ VNITŘNÍ A VNĚJŠÍ ANALÝZY PODNIKU XY – SWOT ANALÝZA.....	57
6.6	PROGNÓZA TRŽEB	57
6.6.1	Rostlinná výroba	57
6.6.2	Živočišná výroba	62
6.6.3	Prodej služeb	63
7	FINANČNÍ ANALÝZA	65
7.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	65
7.1.1	Analýza rozvahy.....	65
7.1.2	Analýza výkazu zisků a ztrát.....	67
7.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	68
7.2.1	Analýza likvidity	68
7.2.2	Analýza rentability	69
7.2.3	Analýza aktivity	70
7.2.4	Analýza zadluženosti.....	71
7.3	ANALÝZA SOUHRNNÝCH UKAZATELŮ	72
7.3.1	EVA (ekonomicky přidaná hodnota)	72
7.3.2	Z-skóre	72
8	FINANČNÍ PLÁN PODNIKU XY	74
8.1	PLÁN VÝKAZU ZISKU A ZTRÁT	74
8.2	PLÁN ROZVAHY	77
8.3	PLÁN CASH-FLOW	79
9	OCENĚNÍ PODNIKU XY POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD.....	80
9.1	STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY	80
9.1.1	Náklady na vlastní kapitál	80
9.1.2	Náklady na cizí kapitál	84
9.1.3	Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)	84
9.2	OCENĚNÍ METODOU DCF	85
9.2.1	Metoda FCFF (Free cash flow to firm)	85
9.2.2	Metoda FCFE (Free cash flow to equity).....	86

9.3	OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ	87
9.3.1	Analytická metoda.....	87
9.3.2	Paušální metoda.....	88
9.4	SYNTÉZA VÝSLEDKŮ VÝNOSOVÝCH METOD OCEŇOVÁNÍ.....	89
ZÁVĚR	.....	90
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	.....	91
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	.....	94
SEZNAM OBRÁZKŮ	.....	96
SEZNAM TABULEK	.....	97
SEZNAM PŘÍLOH	.....	99

ÚVOD

Důvodů pro oceňování podniku může být několik, záleží především na konkrétních potřebách účastníků trhu. Na jedné straně stojí vlastníci, kteří chtějí vědět, jakou hodnotu má jejich vložený kapitál. Na straně druhé jsou pak věřitelé, které pochopitelně zajímá návratnost vložených investic. Nejčastějšími případy pro oceňování bývá nákup či prodej podniku, fúze, vstup nových společníků či žádost o úvěr.

Podstatou správného ocenění je kvalita vstupních dat, informací a volba vhodné metody odpovídající konkrétním potřebám podniku.

Cílem projektu je poskytnout vedení podniku XY informace o minulém a budoucím vývoji a stanovit tržní hodnotu pomocí výnosových metod za účelem plánované investice. Ocenění bude provedeno k datu 1.1.2012.

První část se zabývá teoretickým podkladem pro snazší porozumění praktické části. Podstatná část je věnována právě oceňovacím metodám, protože vhodně vybraná metoda je klíčem ke správně stanovené hodnotě podniku.

Praktická část je zaměřena na konkrétní podnik XY, kde jsou zpracovány jednotlivé kroky pro finální ocenění podniku.

Nejprve je provedena detailní strategická analýza a po ní následuje finanční analýza podniku za využití absolutních, poměrových a souhrnných ukazatelů.

Další praktickou částí je sestavení finančního plánu na pětileté období 2012-2016 pomocí softwaru Stratex R. V závěrečné části jsou vyčísleny diskontní míry nákladů na vlastní a cizí kapitál, ze kterých se vychází při oceňování.

Následně je provedeno ocenění výnosovými metodami za použití metody diskontovaných cash flow a metody kapitalizovaných čistých výnosů s využitím programu Evalent.

Praktickou část pak uzavírá syntéza výsledků a stanovení hodnoty podniku.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před oceněním podniku je nutné si nejdříve ujasnit, co oceňujeme a jaký to má přinést výsledek. Proto na úvod uvádím všeobecnou definici podniku a jeho hladiny, dále pak hodnotu podniku a jaké hodnoty je třeba rozlišovat.

1.1 Podnik jako předmět ocenění

1.1.1 Definice podniku

V literatuře lze nalézt různé definice podniku, nicméně pro oceňovatele je důležitá definice, kterou nalezneme v obchodním zákoníku v § 5.¹ Podnikem se tedy rozumí: „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (Mařík, 2011, s. 15)

Dle Maříka (2011) je potřeba ještě doplnit, že při oceňování podniku musíme brát v úvahu i rozsah závazků všeho druhu. Dále také uvádí, že podnik není „hromada věcí,“ ale „věc hromadná.“ Proto je nutné na podnik pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek.

1.1.2 Hodnota podniku

Hodnota souvisí s peněžním vztahem mezi zbožím a službami, které lze koupit a také subjekty, kteří je kupují a prodávají. Hodnota je tedy odhadem pravděpodobné ceny zboží či služeb v určitém čase a v souladu s konkrétní definicí hodnoty. (Kislingerová, 2001)

Podnik lze oceňovat na různých hladinách:

- **Hodnota brutto** – udává hodnotu podniku jako celku, a to jak pro vlastníky, tak i pro věřitele.
- **Hodnota netto** – tato hodnota podniku je pro vlastníky a znamená to, že se oceňuje vlastní kapitál. (Sabolovič, 2008, s. 17)

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., Obchodní zákoník

1.2 Typy hodnoty

Na základě následujících otázek postupně vznikly čtyři přístupy k oceňování podniku (tržní, subjektivizovaná, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě Kolínské školy). Jednotlivé typy hodnot plynou z praktických otázek, tzn.:

- a) Kolik by mohl dostat za podnik běžný zájemce na trhu – jaké je tržní ocenění?
- b) Jakou má podnik hodnotu z pohledu konkrétního kupujícího?
- c) Jakou hodnotu lze považovat za nejméně diskutabilní? (Mařík, 2011, s. 21)

1.2.1 Tržní hodnota

Pod pojmem tržní hodnota si lze představit cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu. Trh je při oceňování založen na informacích, které se týkají srovnatelných majetků a oceňovatel by tak měl provést adekvátní a relevantní průzkum trhu. Samozřejmě k oceňování je potřeba získat všechna potřebná data, zohlednit fakta a také vlastní úsudek oceňovatele. Výsledná zpráva musí obsahovat to, do jaké míry oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu, nebo zda je odhad postaven spíše na vlastním úsudku oceňovatele, např. z důvodu nedostatku srovnatelných údajů o trhu. (Mařík, 2011, s. 22-26)

Mařík (2011) definuje tržní hodnotu takto: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“

Tržní ocenění by se mělo využívat především:

- při uvádění podniku na burzu,
- při prodeji podniku pro neznámého kupujícího. (Sabolovič, 2008, s. 20)

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Subjektivní hodnota hledá odpověď na druhou otázku uvedenou na předchozí straně a je především ovlivněna subjektivními názory a individuálním očekáváním investora, neboť vyjadřuje, jakou hodnotu má podnik pro konkrétního investora. (Sabolovič, 2008, s. 20)

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou:

- a) budoucí peněžní toky jsou odhadovány především na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny směrem dolů,
- b) diskontní míra je stanovena na základě alternativní možnosti investice subjektu, pro který ocenění provádíme. (Mařík, 2011, s. 27)

Investiční hodnota by měla být výsledkem ocenění:

- při koupi nebo prodeji podniku, kdy investor potřebuje vědět, zda je pro něj transakce výhodná,
- v případě, že se rozhodujeme mezi sanací a likvidací podniku. (Sabolovič, 2008, s. 21)

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Protože odborníci zjistili, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, zavedli pojem objektivizovaná hodnota. Objektivizovaná hodnota je definována jako typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná hodnota stanovená za předpokladu, že podnik bude pokračovat dále ve své činnosti. Odpovídá na poslední otázku, a to: Jakou hodnotu lze považovat za nejméně diskutabilní? Tato hodnota by měla být postavena především na všeobecně uznávaných datech a při výpočtu by měly být dodrženy zásady a požadavky. (Mařík, 2011, s. 27-30). Obvykle je používána v případě metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Objektivizovanou hodnotu je dobré využít při:

- poskytování úvěru,
- zjišťování reálné bonity podniku. (Sabolovič, 2008, s. 21-22)

1.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola je toho názoru, že ocenění nemá smysl upravovat v závislosti na jednotlivých návrzích, ale na obecných funkcích, které mají ocenění pro uživatele. Rozeznává několik základních funkcí oceňování:

- a) funkce daňová – cílem je poskytnout podklady pro daňové účely,
- b) funkce komunikační – poskytnout podklady pro komunikaci s veřejností (investory a bankami),

- c) funkce poradenská – má za úkol stanovit hraniční hodnoty tzn. maximální cenu, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal, a minimální cenu, kterou je ještě prodávající ochoten akceptovat, aby na prodeji neprodělal,
- d) funkce rozhodčí – jedná se o výkon funkce nezávislého oceňovatele, tzv. rozhodčího, který by měl najít „výslednou“ hodnotu, jenž by jistým způsobem vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce,
- e) funkce argumentační – oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení pozice dané strany.

Němečtí autoři (např. Mandl, Rabel) spatřují rozhodčí hodnotu jako základ pro ocenění při podnikových transformacích či prodejích podniků. (Mařík, 2011, s. 30-32; Sabolovič, 2008, s. 22-23)

1.3 Právní rámec oceňování podniku

V České republice neexistuje žádný obecně závazný zákon či předpis při oceňování podniku. Oceňovatelé podniků se opírají hlavně o ekonomickou teorii. Nicméně několik předpisů v ČR existuje a oceňovatel by o nich měl vědět. Jedná se např. o **Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., v platném znění a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR**. Tento zákon se využívá při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákonech o daních, zákona o soudních či správních poplatcích. Týká se spíše dílčích majetkových položek. Dalším předpisem je **Metodický pokyn České národní banky**. Tato metodika byla dříve označována ZNAL a pokyn je určen pro znalecké posudky, které jsou předkládány České národní bance. (Mařík, 2011, s. 18)

Co se týče zahraničních oceňovacích předpisů, patří sem **Mezinárodní oceňovací standardy** (International Valuation Standards Committee), které jsou v případě mezinárodních společností stěžejní a **Evropské oceňovací standardy** (European Valuation Standards). (Sabolovič, 2008, s. 14-15)

1.4 Důvody pro ocenění podniku

Oceňování podniku má všestranné využití, oceňování potřebujeme např. při koupi a prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti, fúzích a akvizicích. Oceňování podniku může buď souviset se změnou vlastnictví podniku, či nikoliv.

Ocenění, které **souvisí** s vlastnickými změnami:

- koupě a prodej podniku dle § 476 OZ,
- vklad podniku do obchodní společnosti dle OZ,
- ocenění v souvislosti s fúzí dle OZ,
- ocenění v souvislosti s nabídkou na převzetí dle OZ,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle OZ,

Ocenění, které **nesouvisí** s vlastnickými změnami:

- změna právní formy společnosti dle OZ,
- zastavení obchodního podílu dle OZ,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,
- ocenění v souvislosti se sanací podniku. (Mařík, 2011, s. 35-36)

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

V této kapitole se zaměřím na dva faktory – riziko a čas. Oba tyto faktory se promítají do oceňování pomocí diskontní míry, o které se zmíním v závěrečné části této kapitoly.

2.1 Faktor času

Hodnotu aktiva vymezujeme jako současnou hodnotu očekávaných čistých příjmů po dobu, po kterou investor bude podnik vlastnit. Je ale dobré vědět, že ne všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku, mají pro svého příjemce rovnocenný význam. Záleží na časovém okamžiku, kdy aktiva investor získá. Tím rozumíme pojem časová hodnota peněz. Finanční prostředky získané dnes, mají větší hodnotu, než získané později, protože můžou být investovány a přinést tak další výnos. Proto musíme všechny budoucí příjmy nejprve přepočítat k datu ocenění (zjistit současnou hodnotu) a teprve poté můžeme současné hodnoty budoucích příjmů k shodnému datu sečíst.

Peněžní částky mohou mít tři základní podoby:

- jednotlivá částka,
- annuita, tj. řada konstantních pravidelných plateb,
- perpetuita, tj. částka stejně velkých pravidelných plateb, ve stejných časových intervalech po nekonečně dlouhou dobu. (Mařík, 2011, s. 39)

2.2 Faktor rizika

Riziko je neoddelitelnou součástí podnikání a při oceňování podniku hraje podstatnou roli. Čím vyšší je míra rizika, tím vyšší musí být míra výnosu pro investora. Riziko pro investora znamená stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Riziko neexistuje zpravidla ojedinele, ale spíše jde o určité kombinace rizik, které ve finále mohou pro daný subjekt představovat hrozbu. Zdrojem rizika může být:

- a) kvalita managementu,
- b) konkurenční síla na trhu,
- c) stupeň diverzifikace,
- d) provozní páka,
- e) podcenění kapitálových výdajů a následné zvýšení fixních výdajů plynoucích z financování, např. splátky úvěrů, úroky, aj. – finanční páka. (Mařík, 2011, s. 41)

Z pohledu oceňování podniku lze klasifikovat dva druhy rizik, a to riziko tržní a specifické.

2.2.1 Riziko tržní (systematické)

Tržní riziko se vyskytuje hlavně ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu. Jde o riziko, které je spojené s fungováním podniků v určitém vnějším ekonomickém prostředí. U tohoto rizika nejde snižovat diverzifikací finančních investic a ohrožuje tak investory i všechny druhy investic. Systematické riziko se měří koeficientem beta, který udává citlivost investice vůči trhu. Patří sem zejména riziko změny úrokových sazeb, inflační riziko a tržní riziko. (Kislingerová, 2001, s. 105-107; Mařík, 2011, s. 45)

2.2.2 Specifické riziko (jedinečné, nesystematické)

Vyplývá přímo z činnosti a hospodaření podniku, takže ho investor může vhodným výběrem efektivně diverzifikovat. Zdrojem rizika může být např. odchod klíčových zaměstnanců, vstup nového konkurenta na trh, atd. Pod specifické riziko spadají ještě další dvě rizika, a to provozní a finanční riziko. (Kislingerová, 2001, s. 105-106)

▪ Provozní riziko

Představuje rozsah, v jakém je v podniku využíván hmotný investiční majetek a s ním spojené fixní náklady. Je dáno vztahem variabilních a fixních nákladů. Čím vyšší je podíl fixních nákladů, tím větší je provozní riziko a naopak. (Kislingerová, 2001, s. 117-120)

$$\text{Ukazatel míry provozního rizika} = \text{stupeň provozní páky} = \frac{\% \text{ změny zisku}}{\% \text{ změny tržeb}} \quad (1)$$

▪ Finanční riziko

Odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Za cizí zdroje platí podniky věřiteli úrok, který je zahrnován do nákladů (tzn. že úrok má vliv na hospodářský výsledek). V souvislosti s užitím cizích zdrojů vzniká tzv. úrokový daňový štít, který zvyšuje výnos pro akcionáře, ale i finanční riziko. (Kislingerová, 2001, s. 123)

$$\text{Ukazatel míry finančního rizika} = \frac{\text{změna zisku na 1 akci (v \%)}}{\text{změna EBITu (v \%)}} \quad (2)$$

2.3 Diskontní míra

Pomocí diskontní míry se do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. V německé literatuře se většinou setkáváme s pojmem kalkulovaná úroková míra. Diskontní mírou rozumíme úrokovou míru používanou při výpočtu současné hodnoty budoucích hotovost-

ních toků, která neodráží pouze časovou hodnotu, ale i rizikovost hotovostních toků. Na základě výnosnosti, kterou investor očekává s ohledem na riziko, určíme diskontní míru.

Stanovit správnou diskontní míru je náročný a složitý proces, který může významným způsobem ovlivnit výslednou hodnotu podniku. Z níže uvedené tabulky lze vyčíst, že diskontní míra může být buď ve formě vážených nákladů na kapitál (WACC) nebo nákladů na vlastní kapitál (N_{VK}). (Kislingerová, 2001, s. 174)

*Tab. 1: Pravidlo pro párování výnosu a diskontní míry
(zdroj: Kislingerová, 2001, s. 174)*

Forma budoucího výnosu	Diskontní míra
FCFF (DCF entity)	WACC
EVA	WACC
Dividenda	N_{VK} (CAPM, ATP apod.)
FCFE (DCF equity)	N_{VK} (CAPM, ATP apod.)

2.3.1 Diskontní míra a riziko

Investování do nákupu podniku je téměř vždy rizikové. Problém tedy je, jak se vypořádat s oceněním rizika. Nabízí se tyto dvě možnosti:

- a) pracovat s rizikovou přírůžkou k bezrizikové úrokové sazbě (vycházíme z bezrizikové úrokové míry a tu upravíme o úroveň, která odpovídá míře rizika, budoucí příjmy jsou tak zatíženy určitým rizikem – tato metoda v praxi převládá),
- b) použít jistotní ekvivalent výnosů (očekávané příjmy nahradíme jistotním ekvivalentem, tzn. že vyloučíme riziko z očekávaných příjmů)

Diskontní míra by měla být zatížena stejným rizikem jako příjmy, které použijeme pro výpočet ocenění. (Mařík, 2011, s. 49-50)

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na **kategorii hodnoty**, kterou chceme zjišťovat a dále také na **typu potenciaálního investora**, pro kterého bude ocenění určeno.

Kategorie hodnoty:

- a) **tržní hodnota** – v tomto případě je potřeba kalkulaci diskontní míry opřít o tržní data a příslušné metody,
- b) **investiční hodnota** – vycházíme z individuální možnosti využití kapitálu daného investora,
- c) **objektivizované ocenění** – odhadujeme diskontní míru na základě podložených a běžně dostupných dat.

Povaha investorů:

- a) **veřejné společnosti**, které veřejně obchodují s akciemi na kapitálovém trhu, a investoři tvoří portfolio cenných papírů, počítáme pouze se systematickým rizikem,
- b) **soukromé společnosti**, které neobchodují s akciemi, a investoři tak nemají možnost snížit riziko diverzifikací držných podílů, musíme počítat se systematickým i nesystematickým rizikem.

Podnik tvoří novou hodnotu, pokud má dostatečnou konkurenční sílu a disponuje podstatnou konkurenční výhodou. Jestliže podnik dosahuje rentability větší, než jsou náklady na vlastní kapitál, signalizuje to též tvorbu hodnoty. (Mařík, 2011, s. 50-52)

3 POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před zahájením oceňování podniku je nutné, abychom si vyjasnili, z jakého důvodu bude ocenění prováděno, a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Výběr technik je podřízen funkcím, které by ocenění mělo splnit. Postup pro oceňování podniku je následující:

- zpracování strategické a finanční analýzy podniku, abychom mohli posoudit jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu,
- a teprve až v tomto kroku zvolíme na základě předchozí analýzy vhodné metody ocenění. (Kislingerová, 2001, s. 25; Sabolovič, 2008, s. 41)

Nyní konkrétně rozeberu jednotlivé kroky.

3.1 Sběr vstupních informací

Pro dosažení kvalitního ocenění jsou bezesporu nutné správné, podstatné a kvalitní informace. Vstupní data mohou být vnějšího a vnitřního charakteru a jedná se konkrétně o:

Základní data podniku – tzn. data podniku, název, právní forma, IČO, předmět podnikání, rozdělení podílů, historie, atd.

Ekonomická data – účetní výkazy (min. za 3 roky), výroční zprávy, auditorské zprávy, podnikové plány.

Relevantní trh – vymezení trhu, velikost a vývoj trhu, na kterém se oceňovaný podnik vyskytuje.

Konkurenční struktura relevantního trhu – přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.

Odbyt a marketing – data o struktuře odbytu (výrobky, odběratelé), cenová politika, odbytové cesty, reklama, výzkum a vývoj.

Výroba a dodavatelé – řízení kvality, charakter výroby, kapacita a její využití, stav dlouhodobého majetku, investiční plány do budoucnosti, dodavatelé, logistika.

Pracovníci – struktura pracovníků, situace na trhu práce, fluktuace pracovníků, produktivita práce a její srovnání s konkurencí, personální náklady. (Mařík, 2011, s. 54-56)

3.2 Strategická analýza

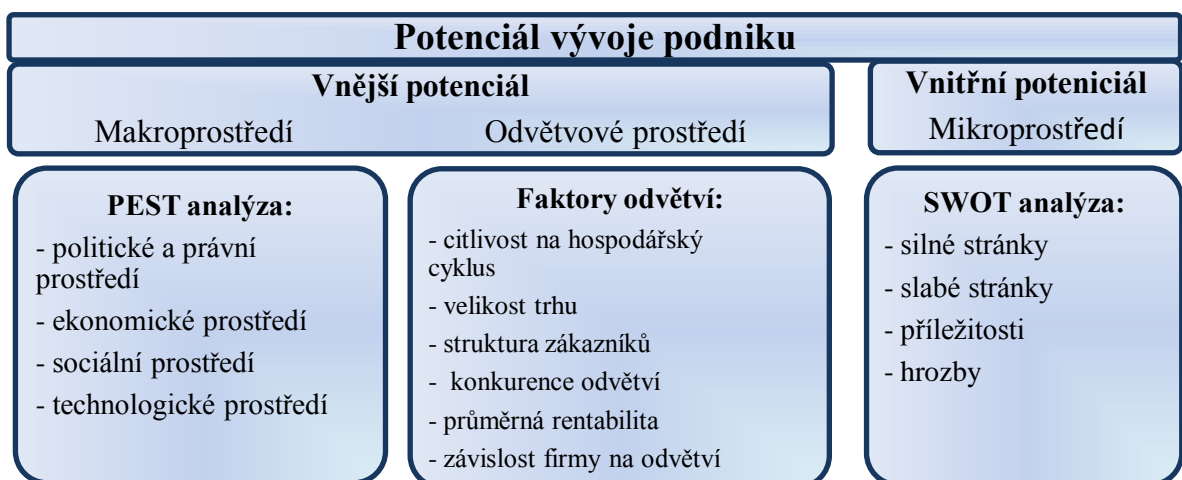
Ačkoliv strategické analýze v praxi není věnována dostatečná pozornost, patří bezesporu mezi klíčové fáze při oceňování podniku. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál zahrnuje šance a rizika v podnikatelském prostředí, ve kterém se oceňovaný podnik nachází, a vnitřní potenciál se zabývá silnými a slabými stránkami podniku a jeho konkurence.

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění a měla by přinést konkrétní výsledky, proto je dobré zodpovědět tyto tři otázky:

1. Jaké jsou dlouhodobé perspektivy podniku?
2. Jaký lze očekávat vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb v souvislosti s dlouhodobými perspektivami podniku?
3. Jaké rizika jsou spojena s podnikem? (Sabolovič, 2008, s. 45-46)

Odpověď na první otázku může mít několik alternativ a to, že se jedná o zdravý, prosperující podnik, nebo slabší podnik, který může přežít, či naopak nemocný podnik, jehož rizika jsou vysoká a životnost je pouze několik let, a dále akutně ohrožený podnik, který bude vhodné ocenit likvidační metodou. Pokud je pravděpodobná alespoň nějaká budoucnost podniku, lze zodpovědět druhou otázku, pro kterou je stěžejní strategická analýza. (Mařík, 2011, s. 57-58)

Postup strategické analýzy



Obr. 1: Analýza vývoje potenciálu podniku (zdroj: Mařík, 2011, s. 56)

Při strategické analýze lze postupovat podle následujících třech kroků:

1. Relevantní trh a analýza vnějšího potenciálu podniku

Jako první by měl být vymezen relevantní trh oceňovaného podniku – na jakém území se nachází, jaká je konkurence, zákazníci, odhad velikosti trhu a jeho vývoj, tzn. získat **základní data o trhu**. Další částí by měla být **analýza atraktivity trhu**, kde jsou shrnuty faktory z hlediska poptávky a možností prodeje. A jako finální část by měla být **prognóza vývoje trhu**, při které se postupuje podle typu ocenění (tržní, subjektivní, objektivizované). (Mařík, 2011, s. 59-74)

2. Konkurence a analýza vnitřního potenciálu podniku

Analýza konkurenční síly je zaměřena na stanovení dosavadních tržních podílů, identifikaci konkurentů a dále také prognózu tržních podílů. Analýza vnitřního potenciálu podniku odhaduje, v jaké fázi životního cyklu se podnik nachází a dále se určuje, jaké faktory (přímé, nepřímé) působí na tržní podíl. Mezi přímé faktory patří kvalita a technická úroveň, ceny, distribuce, servis, reklama a image firmy. Nepřímými faktory je např. řízení podniku, výzkum a vývoj, investice a lidský kapitál. (Mařík, 2011, s. 74-92)

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Zde dochází k **hodnocení perspektivnosti podniku** a to pomocí „bostonské“ matice (atraktivita trhu versus konkurenční síla) a **prognóze růstu tržeb**. (Mařík, 2011, s. 92-93)

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza by měla komplexně posoudit finanční zdraví podniku, posoudit finanční situaci podniku do budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku. Pouhé vypočítání některých ukazatelů ovšem nestačí, důležitá je interpretace výsledku a především zhodnocení ukazatelů společně s podnikem. (Dluhošová, 2010, s. 71)

Informace nutné k finanční analýze jsou obsaženy v **účetní závěrce** a jedná se o výkazy rozvaha, výkaz zisků a ztrát a příloha. (Kislingerová, 2001, s. 40)

Výkaz rozvaha podává písemný přehled o majetku podniku a jeho zdrojích a z pohledu finanční analýzy je nejdůležitějším zdrojem informací. Z rozvahy můžeme vyvodit závěry o finančním zdraví podniku a to díky struktuře rozvahy. Z aktiv zjistíme, jakým majetkem podnik disponuje a z pasiv zdroje kapitálu. (Kislingerová, 2001, s. 45)

Výkaz zisků ztrát vyjadřuje, jak byl podnik úspěšný a jakého hospodářského výsledku bylo dosaženo. (Kislingerová, 2001, s. 59-61)

Příloha je jakýmsi kompletním objasněním prezentovaných informací ve výkazech a z hlediska oceňování jsou v komentářích doplňujících výkazy uvedeny důležité informace. Součástí přílohy je výkaz cash flow, který zachycuje, kde peněžní prostředky vznikly a jejich použití podnikem. (Kislingerová, 2001, s. 40,61)

3.3.1 Absolutní ukazatele

Využívají se především k analýze vývojového trendu.

Horizontální analýza – porovnání jednotlivých položek v časové posloupnosti za účelem zjištění, o kolik se absolutně změnila daná položka a její procentní vyjádření k výchozímu roku.

Vertikální analýza – vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu k jediné zvolené základně stanovené jako 100 %. (Knápková, Pavelková, 2010, s. 65-66)

3.3.2 Poměrové ukazatele

Poměr je vztah jedné hodnoty k druhé a ukazatele lze rozdělit do jednotlivých skupin.

Ukazatele rentability (výnosnosti) – poměřují výsledný efekt dosažený v podnikání k určitému vstupu (aktivům, kapitálu nebo tržbám). (Kislingerová, 2001, s. 69)

Ukazatele aktivity – poskytují informace o efektivním hospodaření s aktivy, tzn. jak dlouho máme v aktivech vázané finanční prostředky a umíme je využívat. (Knápková, Pavelková, 2010, s. 102)

Ukazatele zadluženosti – porovnávají vztah mezi vlastními a cizími zdroji a podávají informace o úvěrovém zatížení firmy, ovšem určitá výše zadlužení je užitečná, protože cizí kapitál je levnější, než vlastní. (Knápková, Pavelková, 2010, s. 83)

Ukazatel likvidity – je vztah mezi oběžným majetkem a krátkodobými závazky a vypovídá o tom, jak rychle je podnik schopný splácet své závazky. (Knápková, Pavelková, 2010, s. 89-90)

Ukazatele kapitálového trhu – oproti výše uvedeným ukazatelům pracují navíc s informacemi kapitálového trhu a o tuto část se zajímají zejména akcionáři, protože chtějí vědět,

jestli jim jejich investice v daném podniku přinese přiměřenou návratnost. (Kislingerová, 2001, s. 76)

Na základě provedené finanční analýzy by měl analytik vyhodnotit finanční zdraví podniku podložené svými výpočty, zkušenostmi a intuicemi. Pro kompletní analýzu je možné použít souhrnné ukazatele: Altmanův model (index důvěryhodnosti), Index IN a EVA.

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je hlavně z toho důvodu, že podnik může mít více podnikatelských aktivit. Proto aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku, by měla být oceňována zvlášť. To souvisí i s náklady a výnosy. Z těch by měly být odstraněny všechny výnosy a náklady, které souvisí s provozně nepotřebnými aktivy.

Důvody pro rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná jsou tyto:

- část majetku není vůbec využívána, tzn. neplynou z něj žádné příjmy (např. nevyužité pozemky, nadbytečné provozní prostředky),
- aktiva, která nesouvisí s provozem, protože mohou být spojena s odlišnými riziky,
- u provozně nepotřebného majetku se často používají jiné metody ocenění (výnosová, likvidační, účetní metoda). (Mařík, 2011, s. 118-119)

3.4.1 Nejčastější provozně nenutná aktiva

Krátkodobý finanční majetek

- Krátkodobé cenné papíry nebo podíly, které mají charakter strategické rezervy, by měly být odečteny z bilanční sumy.
- Držení nadbytečného množství provozních peněžních prostředků. Pro výpočet nutného množství peněžních prostředků lze použít poměrový ukazatel okamžité likvidity a hodnota by měla být okolo 20 % krátkodobých závazků. Vždy je dobré hodnotu konzultovat s managementem, který má například své konkrétní důvody, proč by hodnota měla být vyšší.

Dlouhodobý finanční majetek

- Investice, které mají portfoliový charakter, tzn. pouze uložení peněz a nemají tak přímou vazbu s hlavní činností podniku, by měly být z potřebných aktiv vyčleněny.

Ostatní provozně nenutná aktiva

- Nemovitosti, které neslouží k základnímu účelu podniku.
- Pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností podniku, nedobytné pohledávky.
- Majetek málo využitelný – nepotřebné zásoby, dlouhodobý i krátkodobý majetek.
- Provozně potřebný majetek v nadbytečném množství. (Mařík, 2011, s. 120-122)

3.4.2 Provozně nutný investovaný kapitál

Nebo-li také označovaný jako kapitál investovaný do aktiv provozně potřebných, slouží oceňovateli k určení potřebných a nepotřebných aktiv v podniku. Při vyčíslení provozně nutného investovaného kapitálu se vychází z rozvahy a bilanční suma se upraví o:

- nepotřebná aktiva,
- závazky, u kterých nelze explicitně vyčísřit náklady (závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům, atd.).

Po odečtení uvedených závazků od oběžných aktiv získáme provozně nutný pracovní kapitál. (Mařík, 2011, s. 122–123)

3.4.3 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud podnik disponuje s aktivy, která nesouvisí s hlavní činností, je nutné zjistit, zda s nepotřebnými aktivy souvisí nějaké náklady či výnosy. Pokud ano, je nutné je vyloučit z výsledku hospodaření. Vycházíme z provozního výsledku hospodaření, nikoliv účetního. Následující tabulka uvádí konkrétní položky, o které upravíme VH. (Mařík, 2011, s. 123-124)

*Tab. 2: Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření
(zdroj: Mařík, 2011, s. 123)*

	Provozní výsledek hospodaření
-	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku
+	Náklady spojené s dlouhodobými závazky
-	Výnosy z provozně nepotřebného majetku
+	Odpisy z provozně nepotřebného majetku
+	Výnosy z provozně nutného dlouhodobého finančního majetku
-	Náklady z provozně nutného dlouhodobého finančního majetku
-	Provozně nutné finanční náklady
=	Korigovaný provozní výsledek hospodaření

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

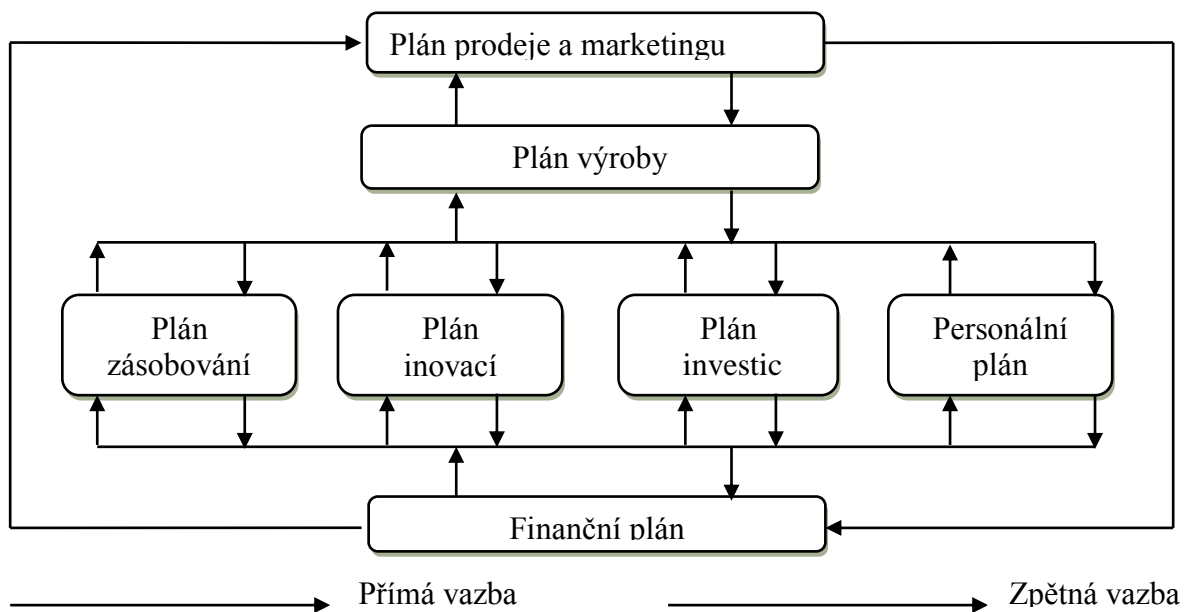
Principem této analýzy a prognózy generátorů hodnoty je zaměření na veličiny, které mohou v budoucnosti vytvářet volné peněžní prostředky a tím vytvářet hodnotu podniku. Použití generátorů hodnoty je především z toho důvodu, že získáme bližší pohled na minulost podniku, zaměřujeme se více na veličiny, které hodnotu rozhodujícím způsobem ovlivňují a prognóza generátorů hodnoty by měla tvořit základní část finančního plánu. (Mařík, 2011, s. 126)

Za generátory hodnoty lze považovat:

- tržby a jejich růst,
- marži provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu a do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míru,
- způsob financování,
- existence podniku. (Sabolovič, 2008, s. 56)

3.6 Sestavení finančního plánu

Sestavení kompletního finančního plánu je důležité při použití výnosových metod oceňovaného podniku. Strategický plán se zpracovává většinou na období pěti let, ale i delší, záleží na velikosti podniku a dalších faktorech. Finanční plán vychází z dlouhodobé koncepce podniku a z dílčích plánů (např. plán prodeje a marketingu, výroby, investic, výzkumu a vývoje, zásobování a personální plán). Východiskem je plán prodeje a marketingu, který zahrnuje objemy prodejů jednotlivých produktů. Následující obrázek znázorňuje strukturu strategického plánu. (Fotr, 1999, s. 21)



Obr. 2: Struktura strategického plánu (zdroj: Fotr, 1999, s. 22)

Postup při sestavování finančního plánu

Pro kompletní účetní výkazy (výsledovka, rozvaha, výkaz CF) je potřeba naplánované generátory hodnoty doplnit o :

- plán financování (splátky úvěrů, navýšení základního kapitálu),
- ostatní méně významné položky (výnosy, náklady, pohledávky, závazky),
- položky nesouvisející s hlavní provozem podniku (plán odprodeje nepotřebného majetku),
- předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku,
- formální dopočty těch položek, které souvisí s kompletním sestavením finančních výkazů. (Mařík, 2011, s. 150-151)

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

V této kapitole se budu zabývat jednotlivými metodami oceňování podniku. Největší část bude věnována výnosovým metodám, na které bude zaměřena praktická část, dále se zmíním o majetkových metodách oceňování a metodách tržního porovnání.

4.1 Výnosové metody oceňování podniku

Metody ocenění na základě analýzy výnosů vycházejí z předpokladu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U podniku jsou tímto užitekem očekávané výnosy, jako například zisk, dividendy, CF. Do této skupiny patří dvě základní metody oceňování: metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) a metoda kapitalizovaných čistých výnosů. (Dluhošová, 2010, s. 175)

4.1.1 Metoda diskontovaného cash-flow (DCF)

Tato metoda je nejvíc rozšířena v anglosaských zemích. Je založena na odhadech budoucích volných peněžních toků, které tvoří přímou úměru s hodnotou podniku (s rostoucím peněžním příjmem roste hodnota firmy). Pro výpočet hodnoty DCF existují tři základní techniky:

- **metoda „entity“** – u této metody je oceňován celkový kapitál, vycházíme z peněžních toků, které byly určeny pro vlastníky i věřitele (FCFF) a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (hodnotu brutto); abychom dostali hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto), je potřeba od brutto hodnoty odečíst cizí kapitál,
- **metoda „equity“** – v tomto případě je oceňován výhradně vlastní kapitál, proto vycházíme z peněžních toků, které jsou určeny pouze vlastníkům podniku a jejich diskontováním dostaneme hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto),
- **metoda „APV“** – při použití této metody oceňujeme celkový kapitál, nejprve zjistíme hodnotu podniku jako celku (brutto hodnotu) tak, že sečteme hodnotu podniku za předpokladu nulového zadlužení a současnou hodnotu daňových úspor z úroků, poté od brutto hodnoty odečteme cizí kapitál a dostaneme netto hodnotu.

V praxi se nejčastěji používají metody DCF entity a equity, metoda APV je využívána zřídka. Při použití metody diskontovaných peněžních toků je dobré postupovat tak, že vy-

mezíme investovaný kapitál a poté peněžní toky na úrovni entity (equity). (Dluhošová, 2010, s. 175-177; Mařík, 2011, s. 164-169)

Investovaný kapitál

Pro výpočet peněžních toků používáme investovaný kapitál. Bereme v úvahu pouze investovaný kapitál, který nese náklady, tzn. vlastní kapitál a úročený cizí kapitál. Dále je nutné při výpočtu provést úpravu majetku, konkrétně rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná. Provozně nutný investovaný kapitál zahrnuje provozně nutný pracovní kapitál a provozně nutný dlouhodobý majetek. (Mařík, 2011, s. 165-166)

Free cash flow (FCF)

Abychom mohli určit, kolik peněz je možné vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj, je pro nás východiskem provozní peněžní tok (produkce peněz v podniku). Od něj odečteme investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti a dostaneme volné cash flow (FCF). (Mařík, 2011, s. 170)

A. Metoda DCF entity (FCFF)

V případě této metody se volným peněžním tokem rozumí tvorba prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům (na dividendy) a věřitelům (splátky úvěrů a úroků). Používají se dva pojmy, buď peněžní toky do firmy (FCFF = free cash flow to firm), nebo peněžní toky pro vlastníky a věřitele. FCFF je tedy konkrétnější varianta, než pojem free cash flow (FCF).

*Tab. 3: Schéma výpočtu volného peněžního toku metodou DCF entity
(zdroj: Mařík, 2011, s. 170)*

1.	+ Korigovaný provozní VH před daněmi ($KPVH_D$)
2.	- Upravená daň z příjmu ($= KPVH_D \times$ daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních ($KPVH$)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH (nejsou výdaji v běžném období)
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

K výpočtu peněžních toků lze použít následující metody:

1. Model stabilního růstu

Tento model využíváme při oceňování firem, u nichž se předpokládá stabilní tempo růstu. (Mařík, 2011, s. 178)

$$H_b = \sum_{t=1}^n FCF_t (1 + i_k)^{-t} \quad (3)$$

kde:

FCF_t = volné cash flow v roce t,

i_k = kalkulovaná úroková míra (tzn. diskontní míra),

n = počet let předpokládané existence podniku.

2. Dvofázová metoda

Obvykle se v praxi používá tato metoda a vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. V první fázi je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta a druhá fáze pak zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna (tj. pokračující hodnotu). (Sabolovič, 2008, s. 82)

$$H_B = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T} \quad (4)$$

kde:

T = délka první fáze v letech,

PH = pokračující hodnota,

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů na kapitál.

Pro výpočet pokračující hodnoty lze využít následující techniky:

- **Gordonův vzorec**

Doba první fáze se nejčastěji pohybuje v rozpětí 4 až 14 let a pro druhou fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Gordonův vzorec je používán pro oceňování akcií na základě dividend. (Mařík, 2011, s. 183-185)

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (5)$$

kde:

T = poslední rok prognózovaného období,

FCFF = volný peněžní tok do firmy,

i_k = průměrné náklady kapitálu (= kalkulovaná úroková míra),

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze.

Aby byl platný vzorec, musí být splněna podmínka $i_k > g$.

▪ **Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)**

Tento vzorec pracuje s dvěma základními faktory hodnoty, kterými je tempo růstu KPVH a očekávaná rentabilita čistých investic. (Sabolovič, 2008, s. 84)

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g} \quad (6)$$

kde:

$KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy,

g/r_1 = míra investic.

3. Třífázová metoda

Tato metoda se využívá u podniků, které rychle rostou, a je účelné rozdělit jejich budoucí vývoj na tři části:

- fázi rychlého růstu,
- fázi přechodnou (rychlý růst se zpomaluje),
- období stability.

$$H_n = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T_2+1}}{(1+i_k)^{T_2} * (i_k - g)} \quad (7)$$

kde:

FCF = volný peněžní tok,

i_k = diskontní (kalkulovaná) úroková míra,

g = stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve třetí fázi,

T1 = počet let rychlého růstu,

T2 = součet počtu let rychlého a zpomalujícího se růstu,

H_n = hodnota netto (tj. hodnota vlastního kapitálu). (Mařík, 2011, s. 200-201)

B. Metoda DCF equity (FCFE)

Tato metoda se od předchozí metody DCF entity liší hlavně způsobem výpočtu volných peněžních toků, aplikovanou diskontní mírou a výsledkem, který získáme diskontováním volných peněžních toků. Použije-li oceňovatel metodu equity, vyčíslí tak hodnotu vlastního kapitálu, a to na bázi volných peněžních toků pro vlastníky (FCFE).

Tab. 4: Schéma výpočtu volného peněžního toku metodou DCF equity
(zdroj: Mařík, 2011, s. 205)

1.	Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních
2.	+ Odpisy
3.	+ Ostatní náklady, které nemají v daném období charakter výdajů
4.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
5.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
6.	= FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)
7.	- Úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj. úrok * (1 – daňová sazba)
8.	- Splátky úročeného cizího kapitálu
9.	+ Nově přijatý úročený cizí kapitál
10.	= Volný peněžní tok (FCFE)

1. Jednofázový model

$$H_n = \frac{FCFE_1}{i_k - g_n} \quad (8)$$

kde:

$FCFE_1$ = očekávaný FCFE pro příští rok,

i_k = požadovaná míra návratnosti (náklady vlastního kapitálu),

g_n = míra růstu FCFE do nekonečna.

2. Dvofázový model

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+i_k)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{i_k - g} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (9)$$

kde:

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni nákladů vlastního kapitálu při konkrétní míře zadlužení podniku,

g = předpokládané tempo růstu FCFE ve druhé fázi horizontu budoucích let.

(Mařík, 2011, s. 205-206)

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato oceňovací metoda je používána především v německy mluvících zemích a může být též označována jako metoda kapitalizovaných zisků. Je založena na minulých výkonnosti, a tím pádem jsou zisky odhadovány z historických dat. Výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto). Podstatným údajem je tzv. **trvale udržitelný zisk**, který se vypočítá tak, že účetní zisk upravíme o řadu položek (např. odpisy, náklady a výnosy, které nesouvisí s hlavní činností, atd.). Při ocenění provozně nutného majetku je kladen důraz na objektivizovanou, případně subjektivní hodnotu. Tržní hodnotu německé standardy neznačí. (Dluhošová, 2010, s. 178; Mařík, 2011, s. 257-260)

Vlastním postupem při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je úprava minulých výsledků hospodaření, prognóza budoucích čistých výnosů, odhad kalkulované úrokové míry a propočet výnosové hodnoty, a to buď analytickou, nebo paušální metodou. (Mařík, 2011, s. 263)

Analytická metoda

Ocenění je na bázi předpovědi budoucích výsledků hospodaření. Očekávaný výnos se vypočítá z upravených budoucích výsledků hospodaření, nikoliv z peněžních toků, jako u metody DCF. Konkrétní postup se liší podle toho, zda jde o subjektivní nebo objektivizované ocenění. Při objektivizovaném ocenění se vychází z řady odnímatelných čistých výnosů, tzn. skutečných a pokud možno nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, jenž mohou být rozděleny, aniž by došlo k ohrožení výnosového potenciálu podniku.

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+i_k)^t} + \frac{\check{C}TV}{i_k} * \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (10)$$

kde:

- H_n = hodnota vlastního kapitálu (tj. hodnota netto),
- $\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy,
- T = délka období, pro které odhadujeme čistý výnos v jednotlivých letech,
- $\check{C}TV$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu,
- i_k = kalkulovaná úroková míra.

Paušální metoda

K využití paušální metody dochází u podniků, kde je obtížná prognóza budoucnosti. Podstatou této metody je výpočet trvalého čistého výnosu k rozdělení, a to jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů. Zásadou je vyloučit z časové řady extrémní odchylky.

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K q_t} \quad (11)$$

kde:

- $\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy,
- q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok,
- K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Výnosovou hodnotu podniku lze vypočítat podle vzorce:

$$H_n = \frac{TČV}{i_k} \quad (12)$$

kde:

TČV = trvale odnímatelný čistý výnos (vyjádřen ve stálých cenách),

i_k = kalkulovaná úroková míra očištěna o inflaci. (Mařík, 2011, s. 270-273)

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Metoda EVA nepracuje s cash flow, ale s ukazatelem přidané ekonomické hodnoty. EVA odkrývá podniky, které by byly zárukou, že investice akcionářů povedou k růstu jejich bohatství. (Kislingerová, 2001, s. 224)

Stejně jako u metody DCF, lze použít různé metody výpočtu, tzn. EVA entity, equity a APV. V praxi se používá nejčastěji metoda EVA entity. (Mařík, 2011, s. 295)

Tab. 5: Schéma výpočtu EVA entity (zdroj: Mařík, 2011, s. 295)

1.	Tržní hodnota operačních (provozně potřebných) aktiv = NOA + MVA
2.	+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
3.	- Tržní hodnota úročených závazků
4.	= Tržní hodnota vlastního kapitálu

Ukazatel EVA je pro podnik velmi přínosný, avšak je nutné před jeho výpočtem provést několik korekcí. Abychom dostali reálnou hodnotu čistých provozních aktiv (NOA), je potřeba rozvahu upravit o neoperativní aktiva, neúročený cizí kapitál a mimobilanční položky. Zásadou čistého operačního výsledku hospodaření (NOPAT) je, aby byla dosažena symetrie mezi NOA a NOPAT. Výsledek hospodaření za běžnou činnost upravíme o nákladové úroky, rezervy, opravné položky, leasingové splátky, apod. a dostane hodnotu NOPAT.

Výpočet hodnoty podniku pomocí metody EVA vychází ze vzorce (Mařík, 2011, s. 297):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC * NOA_T}{(1 + WACC)^T * WACC} - D_0 + A_0 \quad (13)$$

kde:

H_n	= hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto),
NOA_0	= čistá operační aktiva k datu ocenění,
NOA_{t-1}	= čistá operační aktiva ke konci předchozího roku,
$NOPAT_t$	= operační výsledek hospodaření po dani v roce t
T	= počet let explicitně plánovaných EVA
$WACC$	= průměrné vážené náklady kapitálu,
D_0	= hodnota úročených dluhů k datu ocenění,
A_0	= ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění.

4.1.4 Kombinované výnosové metody

V některé literatuře je najdeme pod pojmem korigované výnosové metody. Jde o metody, které kombinují ocenění jak výnosové, tak i majetkové.

- **Metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda)**

Je velmi používaná a označovaná je také jako „metoda obchodníků a praktiků.“ Podstatou metody střední hodnoty je, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony, tak i budoucím výnosem. (Kislingerová, 2001, s. 237)

Velmi používaný způsob je kombinace ocenění výnosového a substančního, protože je zohledněna majetková i výnosová stránka podniku. Výpočet hodnoty podniku je pomocí průměru substanční a výnosové hodnoty založené na reprodukčních cenách a výpočet provedeme pomocí následujícího vzorce (Dluhošová, 2010, s. 180):

$$H = \frac{x_1 * V + x_2 * S}{x_1 + x_2} \quad (14)$$

kde:

H	= hodnota podniku,
V	= výnosová hodnota,
S	= substanční hodnota,
x_1, x_2	= váhy pro obě veličiny.

- **Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů**

Hodnota podniku představuje rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. (Kislingerová, 2001, s. 240)

Vychází z myšlenky, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu. (Mařík, 2011, s. 279-280)

Hodnotu podniku při trvale dosahovaném mimořádném čistém výnosu lze vypočítat:

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

kde:

- S_n = substanční hodnota netto,
- $\check{C}V$ = celkový čistý výnos,
- i_k = kalkulovaná úroková míra (náklady vlastního kapitálu),
- i_{k2} = kalkulovaná úroková míra pro mimořádný výnos (vyšší než i_k),
- $i_k * S_n$ = obvyklý čistý výnos za rok,
- $\check{C}V - i_k * S_n$ = mimořádný čistý výnos za rok

4.2 Majetkové metody oceňování podniku

Dle Maříka (2011) je majetková hodnota podniku definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku a od tohoto souhrnu je pak následně odpočtena suma individuálně oceněných závazků.

Majetkové ocenění lze členit v závislosti na tom, zda se předpokládá další pokračování podniku, tzn.:

- předpokládáme trvalou existenci podniku (tj. princip going concern) a oceňování je na principu reprodukčních cen,
- nepředpokládáme dlouhodobější existenci podniku a oceňování je na základě likvidační hodnoty. (Mařík, 2011, s. 321)

4.2.1 Metoda likvidační hodnoty

Tato metoda se používá u podniků, které ukončily svojí činnost, a po jeho prodeji se nepředpokládá obnovení výroby. Nastává proto situace, že podnik musí zvážit, zda pokračovat v činnosti nebo raději ukončit podnikání. Majetek tak může být buď rozdělen, rozprodán nebo zlikvidován. Množství prostředků, které získáme prodejem jednotlivých majetkových částí, se nazývá likvidační hodnota. (Hálek, 2009, 153-154)

Pokud je likvidační hodnota větší, než hodnota podniku stanovená výnosovou metodou, může být tato hodnota pro vlastníky velmi zajímavá. Likvidace totiž může být pro vlastníky lepším řešením, než držet podnik v chodu. (Kislingerová, 2001, s. 144)

Výpočet likvidační hodnoty není složitý, nicméně z praktického hlediska je obtížný, protože je potřeba odhadnout, do jaké míry bude trh schopen majetek přijmout a za jaké ceny.

Likvidační hodnotu použijeme především v těchto případech:

- u ocenění podniků s omezenou životností, např. těžební podniky,
- ocenění ztrátových podniků,
- odhad dolní hranice ocenění podniku (pokud je ocenění podniku nižší než zjištěná likvidační hodnota, pro výsledné ocenění se pracuje s likvidační hodnotou),
- rozhodování mezi likvidací a sanací podniku,
- ocenění neprovozního majetku. (Mařík, 2011, s. 321-323)

4.2.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Určení majetkové hodnoty za předpokladu pokračování podniku můžeme rozdělit v závislosti na přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek:

1. Účetní hodnota na principu historických cen

Již z názvu vyplývá, že účetní metoda vychází z historických cen a odpovídá na otázku, *za kolik byl majetek skutečně pořízen*. Metoda vychází ze zásad užívaných v účetnictví a důležitou roli hraje výkaz rozvaha, která je souhrnným vyjádřením účetního ocenění podniku. Účetní ocenění má v rámci podniku pouze doplňkovou úlohu a slouží především jako výchozí informace pro oceňovatele či jako výchozí hodnota pro posuzování výsledného ocenění.

2. Substanční hodnota na principu reprodukčních cen

Podstatou této metody je nalézt odpověď na otázku, *kolik by stálo znovuvybudování podniku*. Substanční hodnota má několik variant, jedná se o:

substanční hodnotu brutto – reprodukční ceny majetku snížíme o opotřebení,

substanční hodnotu netto – od substanční hodnoty brutto odečteme dluhy,

úplná substanční hodnota – v případě, že bychom byli schopni vyčíslit všechny náklady na znovuvybudování podniku do stejného stavu, v jakém je k datu ocenění (v praxi je tato hodnota zjistitelná výjimečně),

neúplná substanční hodnota – do hodnoty je zahrnutý pouze samostatně vymežitelný manipulovatelný hmotný i nehmotný majetek.

3. Substanční hodnota na principu úspory nákladů

Tuto variantu substanční hodnoty lze použít při rozhodování mezi koupí podniku a vybudováním nového podniku, nebo pokud známe pravděpodobnou úroveň budoucích výnosů. Poté lze stanovit hodnotu oceňovaného podniku na základě možnosti nahradit výdaje spojené s vybudováním nového podniku. Substanční hodnota na základě úspory nákladů je hodnota odvozená z následujících principů:

- vazby k budoucnosti,
- ocenění podniku, jako celku,
- subjektivní přístup.

4. Majetkové ocenění na principu tržních cen

Tento přístup je založen na ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami. Hodnotu vlastního kapitálu podniku vypočteme tak, že od součtu tržních hodnot majetkových položek odečteme závazky.

Majetkové ocenění na principu tržních cen má využití hlavně u investičních společností a podniků holdingového typu. (Kislingerová, 2001, 128-130; Mařík, 2011, s. 324-329)

4.3 Metody založené na analýze trhu

Metody založené na analýze trhu jsou neustále používané v běžném životě a občanovi jsou proto nejbližší. Pokud totiž občan plánuje něco prodat, potřebuje zjistit, za kolik se určitý statek pohybuje na trhu. Pokud jde o podobné statky, postup je jednoduchý a ocenění nepřináší žádné větší potíže. Problém nastane, pokud se jednotlivé druhy statků výrazně odlišují. U této metody převažují tržní data nad účetními a převažuje ocenění k tržnímu prostředí. (Mařík, 2011, s. 303)

Metoda založená na tržním přístupu má výhody i nevýhody, ostatně jako i jiné metody. Mezi výhody patří např. srozumitelnost, aktuální data, která nejsou založená na řadě předpokladů, jednoduchost a nezávislost na prognózovaných očekávaných výnosech. Za nevýhody lze považovat např. menší přizpůsobivost oproti jiným metodám, neexistenci porovnatelných společností, a tím pádem oceňovatel nemá šanci najít žádnou podobnou společnost. Další nevýhodou je to, že tuto metodu nelze použít pro stanovení hodnoty nehmotného majetku. (Hitchner, 2003, s. 186-187)

Mezi metody založené na analýze trhu patří:

- **Přímé ocenění z dat kapitálového trhu**

Pomocí metody z dat kapitálového trhu se oceňují akciové společnosti, jejichž akcie jsou běžně obchodovány na kapitálovém trhu, což znamená, že máme k dispozici tržní ceny akcií.

- **Ocenění metodou tržního porovnání**

Tato metoda je využívána u akciových společností, jejichž akcie nejsou běžně obchodovatelné a u všech ostatních společností. Tržní hodnotu majetku odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Pokud jsou malé rozdíly mezi aktivy, uplatnění této metody je bez problémů. Z praktického hlediska je ovšem jasné, že najít naprosto srovnatelný podnik, je asi jako hledat jehlu v kupce sena, to znamená téměř nemožné.

Metoda tržního porovnání má nejlepší podmínky ve Spojených státech, především díky tomu, že je tam největší trh s podniky a nejlepší datová základna a je využívána ve třech variantách:

- a) metoda srovnatelných podniků,
- b) metoda srovnatelných transakcí,
- c) metoda odvětvových násobitelů. (Mařík, 2011, s. 303-305)

Závěr k metodám oceňování podniku

Při oceňování se nespokojíme pouze s jedinou metodou, samotná praxe uznává zásadu, že je potřeba použít minimálně dvě oceňovací metody. Oceňovatel by neměl počítat pouze průměr výsledků jednotlivých metod. Neměl by ani opomenout charakter jednotlivých metod, kvalitu vstupních dat, konkrétní situaci oceňovaného podniku a na základě toho

přisoudit každé metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění. Podle toho, zda se jedná o perspektivní podnik či nikoliv, lze použít tyto metody:

U perspektivního podniku, u kterého lze sestavit finanční plán, je dobré zjistit:

Výnosovou hodnotu – metodu DCF nebo EVA.

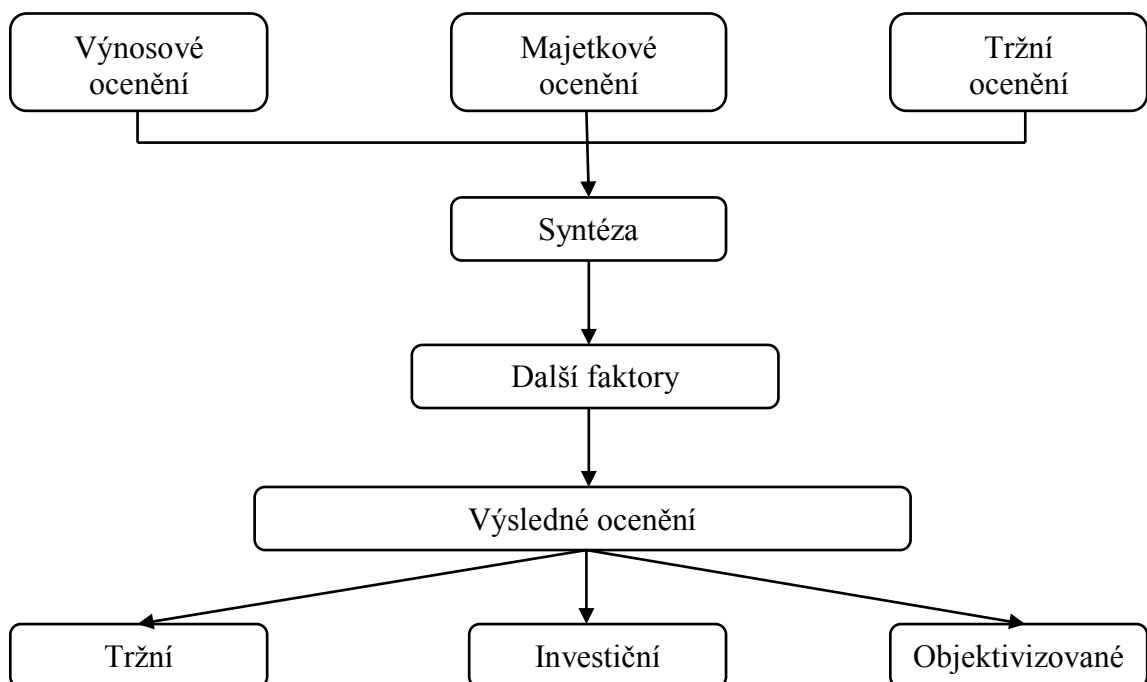
Substanční hodnotu – zjistíme doplňkovou informaci o hodnotě majetku.

Likvidační hodnotu – poskytne doplňkovou informaci o dolním limitu hodnoty podniku.

U pravděpodobně perspektivního podniku, u kterého je obtížné sestavit finanční plán (malé nebo nové podniky), je možné zvolit:

Metodu kapitalizovaných čistých výnosů – paušální metodu.

Závěrem lze tedy říci, že pro výběr metod je obvykle rozhodující účel ocenění, přání klienta a postoj trhu. Při oceňování by mělo být určitě použito více metod a na základě dílčích ocenění je pak na základě zkušenosti a intuice oceňovatele vyvozeno souhrnné ocenění. Myšlenkový postup souhrnného ocenění znázorňuje následující schéma. (Mařík, 2011, s. 423-427)



Obr. 3: Postup souhrnného ocenění (zdroj: Mařík, 2011, s. 427)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XY

V této kapitole představím oceňovaný podnik, jeho základní údaje a organizační strukturu. Podnik bude oceňován ke dni 1.1.2012.

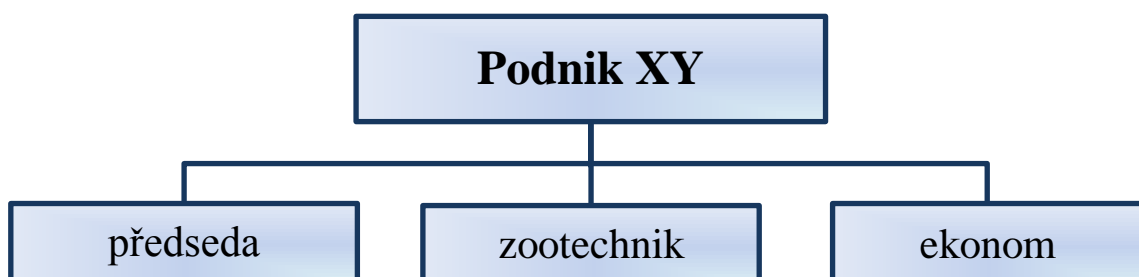
5.1 Základní údaje

Obchodní jméno:	XY
Sídlo:	Středočeský kraj
Vznik společnosti:	1.9.1992
Právní forma:	družstvo
Základní kapitál:	130 000 Kč
Počet zaměstnanců:	31
Předmět podnikání:	

- zemědělská výroba,
- poskytování služeb mechanizačními prostředky,
- dřevovýroba,
- těžba a prodej písku,
- silniční motorová doprava nákladní,
- výroba a oprava zemědělských strojů,
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej v rámci volné živnosti.

5.2 Organizační struktura

Organizační strukturu v družstvu tvoří:



Obr. 4: Organizační struktura zemědělského podniku (zdroj: vlastní)

Statutárním orgánem družstva je představenstvo, které se skládá z předsedy, místopředsedy a pěti členů. Dozorčím orgánem družstva je kontrolní komise složená z předsedy a dvou členů. Představenstvo plní usnesení členské schůze a odpovídá jí za svou činnost. Dále rozhoduje o provozních záležitostech jako je např. nákup strojů, vyplacení prémie, uzavření úvěru, atd. Jednou ročně se koná výroční členská schůze, která schvaluje účetní závěrku, rozdělení zisku, plán hospodaření na další období, rozhoduje o přijetí nových členů. Do působnosti členské schůze dále patří volit a odvolávat členy představenstva a kontrolní komise, měnit stanovy, rozhodovat o zvýšení nebo snížení zapisovaného základního jmění, rozhodovat o základních otázkách koncepce rozvoje družstva, rozhodovat o splynutí, sloučení, přeměně, rozdělení a o jiném zrušení družstva nebo o změně právní formy a rozhodování o prodeji nebo nájmu podniku a o jiných významných majetkových dispozicích. Běžnou činnost družstva řídí předseda.

5.3 Popis podniku a jeho cíle

Podnik XY vznikl 1.9.1992. Ke dni 31.12.2011 mělo družstvo 96 členů a průměrně zaměstnává 31 pracovníků (z toho 4 jsou řídicí pracovníci). Družstvo se věnuje jak rostlinné, tak živočišné výrobě. V současné době pěstuje řepku, obiloviny a brambory. Větší část sklizeného obilí a řepky vykupuje jeden velký subjekt, menší podíl družstvo prodává několika dalším odběratelům a část si družstvo nechává na maloprodej, výrobu krmných směsí pro vlastní potřebu a osivo na další rok. V každém případě ještě nenastala situace, že by podniku přebývalo dlouhodobě vyprodukované množství, či dokonce musel snižovat prodejní cenu. V předešlých letech chovalo družstvo prasata a skot, ale kvůli nepříznivým cenovým podmínkám se nyní zabývá pouze chovem skotu, a to za účelem produkce mléka a masa. S ohledem na zvyšující se dovoz ze států EU nejsou výkupní ceny příliš vysoké, ale prozatím se podniku chov stále vyplatí. Pravidelné odběry mléka zajišťuje jeden odběratel, v případě prodeje skotu má podnik dva až tři stálé odběratele. Podle tržeb převažuje nepatrně rostlinná výroba nad živočišnou. Ostatní příjmy v podobě poskytovaných služeb (doprava, oprava zemědělských strojů, sklizeň, atd.) nejsou příliš významné.

Družstvo v současné době nemá zrovna lehké podmínky pro podnikání, nicméně se snaží čelit rostoucím požadavkům na podnikání a nepředvídatelným klimatickým podmínkám. Cílem družstva je především zachování produkce, dosahování zisku a rozšiřování obhospodařované plochy za účelem vyšší produkce a to samozřejmě při dodržování všech norem a podmínek.

Investiční politika

Všechny původní stroje a většina budov byly pořízeny vkladem restitučních podílů coby členských vkladů a nákupem restitučních podílů od původních vlastníků. K 31.12.2011 je hodnota členských vkladů zapsaných v Obchodním rejstříku 130 000 Kč, hodnota ostatních členských vkladů je 8 183 222 Kč a hodnota nedělitelného fondu je 2 198 888 Kč. Pokud to finanční situace podniku dovolí, snaží se každý rok pořídit nový stroj či provést rekonstrukci stavby. Dále se snaží od pronajímatelů odkupovat zemědělskou půdu. Během posledních čtyř let podnik nakoupil zdvihací přívěs, secí stroj, shrnovač píce, dva osobní automobily, podmítač, manipulátor JCB, traktor John Deere a návěs JOSKIN. Dále podnik odkoupil pozemky o výměře 32 ha, provedl rekonstrukci dojírny a zřejmě největší investicí byla výstavba novostavby odchovny mladého dobytka. Všechny tyto investice byly z větší části financovány z úvěrů, novostavba a odkup pozemků byly částečně pořízeny z dotací.

Družstvo vlastní minimální část pozemků určené k pěstování, přibližně jde o 98 ha. Zbytek, což je 1052 ha má podnik v pronájmu. Každoročně obhospodařuje kolem 1150 ha zemědělské půdy.

Personální politika

Ke konci roku 2011 bylo evidováno 31 zaměstnanců, podnik neplánuje výrazné změny, chce si udržet přibližný počet zaměstnanců a přijímání nových zaměstnanců je především z důvodu odchodu stávajících zaměstnanců do důchodu či v sezónním období. Mzdy jsou zvyšovány v podniku podle kolektivní smlouvy vyššího stupně, která určuje minimální mzdové tarify, ale zaměstnancům podniky vyplácí vyšší sazby, než určuje kolektivní smlouva. Výplata ročních prémie závisí na výši dosaženého zisku.

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

V této části uvedu jednotlivé složky strategické analýzy, což bude makroprostředí a mikroprostředí podniku.

6.1 Makroekonomické prostředí (PEST analýza)

V podkapitole rozeberu jednotlivé složky PEST analýzy.

6.1.1 Politické a právní prostředí

Stejně jako ostatní podniky, které podnikají v oblasti zemědělství, musí podnik XY dodržovat všechny zákony a nařízení. Podpora ve formě dotací je pro družstva zásadní a málokterý podnik by bez dotací fungoval. Je ovšem nutné dodržovat dané podmínky a termíny, protože jakékoliv pochybení může podniku způsobit nemalé komplikace.

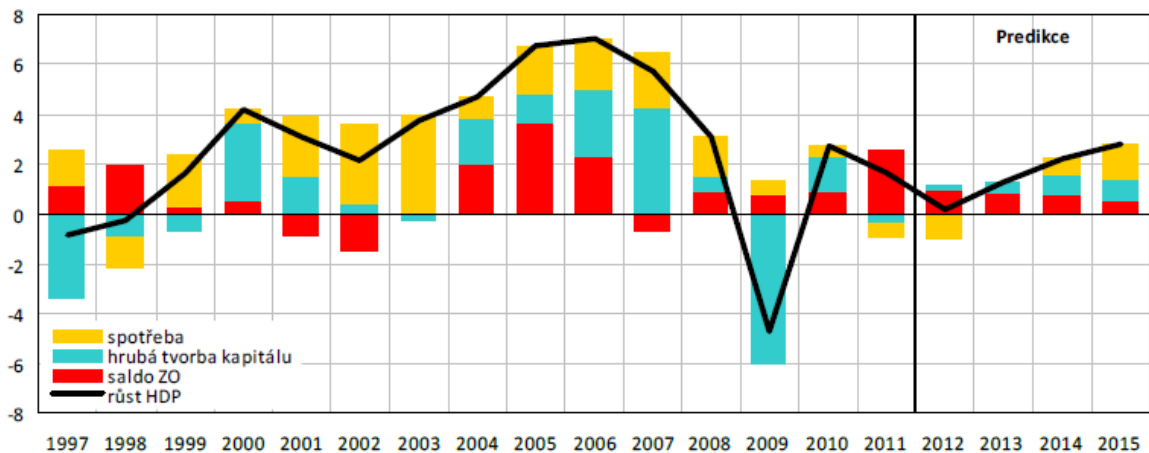
Daňová politika je během několika let velmi proměnlivá a za poslední tři roky se téměř každým rokem mění sazby DPH, takže je nutné se v tomto směru neustále vzdělávat a čelit změnám nejenom v daňové politice, ale i v ostatních zákonech a nařízeních.

Družstvo nemá žádný export do zahraničí, takže působí pouze na národním trhu České republiky.

6.1.2 Ekonomické prostředí

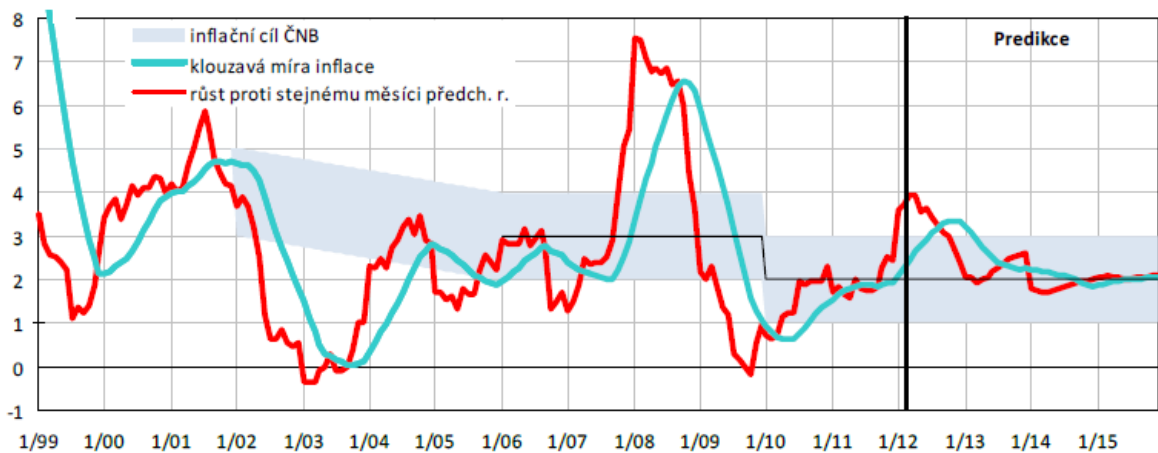
Ekonomika v České republice v roce 2011 meziročně vzrostla o 1,7 %. Podle analytiků je ale potvrzena recese české ekonomiky, kterou signalizují dva mezičtvrtletní poklesy v řadě (3. a 4. čtvrtletí roku 2011). Recese bude trvat i v letošním roce a hrubý domácí produkt bude stagnovat, důvodem je zřejmě hospodářský pokles v eurozóně. Vyhlídky pro zlepšení se očekávají až v závěru roku 2012. Výkon českého hospodářství bude v rukou exportérů, protože firmy i stát omezují své investice, roste nezaměstnanost a klesají reálné mzdy. (České noviny, 2012)

Následující graf zobrazuje vývoj HDP v jednotlivých letech. Výrazný je rok 2009, kdy na Českou republiku dolehla finanční krize a dalším ekonomicky slabým rokem bude letošní rok 2012, kdy se predikuje růst HDP pouze o 0,1 procenta. V grafu lze vidět, že tahounem hospodářského růstu bude i nadále zahraniční obchod.



Obr. 5: Hrubý reálný domácí produkt v jednotlivých letech (zdroj: MFCR, 2012)

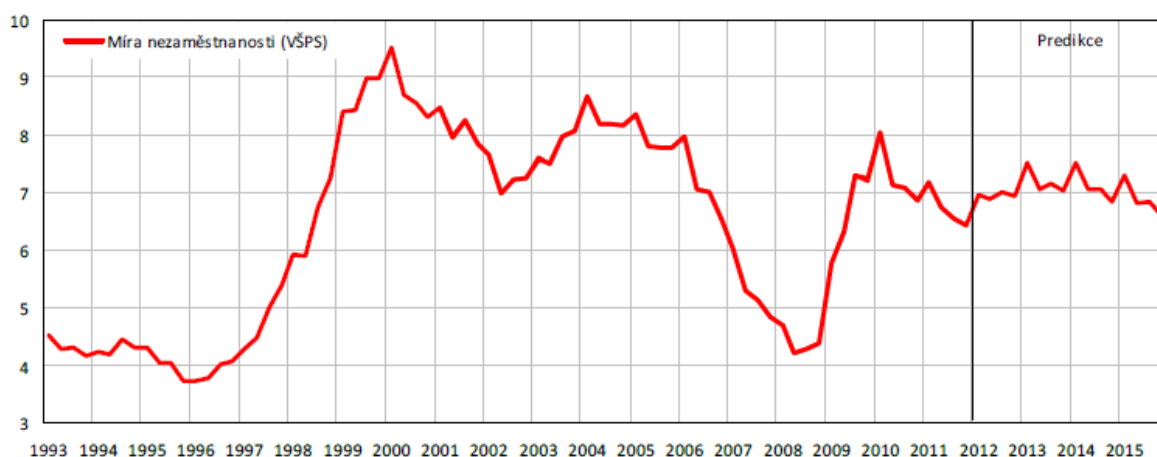
Roční míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného indexu spotřebitelských cen (CPI) za 12 měsíců roku 2011 činila proti předchozímu roku 1,9 %. V roce 2012 se předpokládá zvýšení průměrné míry inflace a to až na 3,3 %. Největší podíl na tomto výrazném nárůstu má zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % (zvýšení cen elektřiny, tepla, vody, potravin) a také rekordní úroveň cen benzínu a motorové nafty. V roce 2013 by podle predikcí mělo dojít k mírnému oživení ekonomiky a spotřeba by se tak po dvou letech poklesu mohla stabilizovat. Viz graf níže. (Ministerstvo financí, 2012)



Obr. 6: Vývoj spotřebitelských cen v % (zdroj: MFCR, 2012)

V roce 2011 se zvýšil celkový počet uchazečů o zaměstnání proti předchozímu roku. Pro rok 2012 se ale očekává pokles kvůli zpožděnému dopadu stagnace HDP a ohlášenému snižování počtu zaměstnanců ve státní správě. Pro rok 2013 se předpokládá zlepšování

ekonomické situace a zaměstnanost by tak měla mírně vzrůst. Průměrná mzda oproti roku 2010 sice vzrostla, ale v poměru růstu cen z toho byl v reálném hodnocení meziroční pokles a totéž se očekává i pro rok 2012. Nejvýraznější pokles mezd byl v odvětví stavebnictví. Rok 2013 by měl být ve znamení lepší ekonomické situace a nominální nárůst průměrné mzdy se očekává o 2,6 %. Níže uvedený graf zobrazuje míru nezaměstnanosti podle VŠPS (výběrové šetření pracovních sil), kde lze vidět výrazné zvýšení v roce 2010 a pro další roky kolísavé hodnoty. (Ministerstvo financí, 2012)



Obr. 7: Míra nezaměstnanosti v % (zdroj: MFCR, 2012)

Tabulka 6 uvádí souhrn důležitých ukazatelů v jednotlivých letech a očekávanou předpověď pro rok aktuální rok 2012 a následující rok 2013.

Tab. 6: Důležité makroekonomické ukazatele a jejich vývoj
(zdroj dat: ČSÚ, MFCR, 2012)

Ukazatel / rok	Jednotka	Historická data				Predikce	
		2008	2009	2010	2011	2012	2013
HDP	mld. Kč	3 848	3 739	3 775	3 809	3 891	3 996
Tempo růstu HDP	mld. Kč	2,5	4,2	2,4	1,7	0,2	1,3
Míra inflace	%	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	2,3
Průměrná obecná míra Nezaměstnanosti	%	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,2
Průměrná nominální mzda	Kč	22 691	23 488	23 951	24 319	25 137	.
Podíl vládního dluhu k HDP	%	28,7	34,4	38,0	41,2	44,0	45,0
Směnný kurz CZK/EUR	průměr	24,94	26,45	25,29	24,59	25,00	24,90

Rizika predikce

Jako hlavní rizika prognózy lze identifikovat:

- další vývoj dluhové krize v Evropské měnové unii (financování většího objemu dluhu dalších zemí),
- situace ve finančním sektoru v Evropské unii, (Česká bankovní asociace, 2012)
- v české ekonomice lze za vnitřní riziko považovat nízkou úroveň důvěry spotřebitelů v další ekonomický vývoj. (Ministerstvo financí, 2012)

Globální ekonomická situace

Hospodářství unie se nachází během 1. a 2. čtvrtletí v mírné recesi a oživení se očekává spíše až v druhé polovině roku. Mezi jednotlivými státy v Evropské unii jsou výrazné rozdíly. Ekonomické výsledky eurozóny zhoršuje především Řecko, Španělsko, Portugalsko, Kypr a Itálie. (Finance, 2012) Dluhová krize v Řecku byla zmírněna restrukturalizací dluhu a výsledkem bylo zvýšení ratingu agenturou Standard & Poor's a Fitch. Naopak Španělsku, Portugalsku a Itálii byl agenturou Moody's rating snížen. (Idnes, 2012)

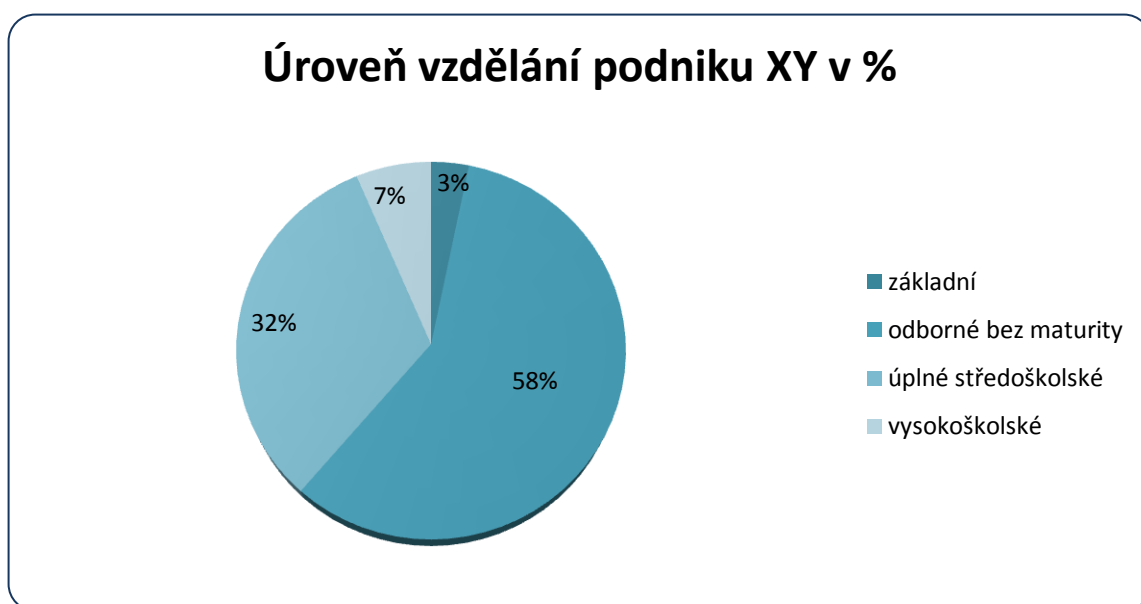
Nepříznivá ekonomická situace je i v USA a podle Bernankeho růst americké ekonomiky ochabuje kvůli dluhové krizi v Evropě. Důvodem je, že se firmy bojí budoucnosti, a tak váhají s investicemi. Ale samozřejmě na vině není jenom Evropa, Spojeným státům ke zlepšení situace příliš nepomáhají ani rozpočtové škrty a omezení výdajů amerických domácností kvůli vysoké nezaměstnanosti a špatné dostupnosti úvěrů. (ČT24, 2012) Nicméně stejně jako pro českou ekonomiku, tak i pro americkou ekonomiku, je predikován růst v průběhu druhé poloviny roku 2012. Na očekávaném ekonomickém růstu by se měla podílet zlepšující se situace zaměstnanosti. (Patria, 2012)

Zpomalení ekonomického růstu postihlo i Čínu, což vyvolává vážný problém v celosvětovém měřítku. Tempo růstu ekonomiky ve 2. čtvrtletí roku 2012 zpomalilo na tříleté minimum, a to na 7,6 %. Předchozích cca 20 let bylo tempo růstu kolem 9,5 %. Čínská vláda proto plánuje soustředit se na vytváření pracovních míst a poskytnutí finanční pomoci firmám, které čelí klesajícímu exportu (nízká poptávka ze zahraničí). (Mediafax, 2012)

6.1.3 Sociální prostředí

Demografický vývoj populace nemá přímý vliv s podnikem XY. Fluktuace v podniku není nijak výrazná, družstvo zaměstnává podstatnou část osob v předdůchodovém věku a pro-

blémem je spíše nalezení zaměstnanců s odpovídající kvalifikací. V okolí je sice několik škol zaměřených na zemědělství, ale zájem uchazečů o tento obor za poslední roky výrazně klesl. Podnik zaměstnává průměrně 31 zaměstnanců, z toho 4 jsou řídicí pracovníci. V období sezónních prací družstvo zaměstnává brigádníky z okolí. Zaměstnanci podniku jsou buď přímo z místa, kde podnik sídlí nebo z blízkého okolí, takže není problém s dopravní dostupností. V podniku převažuje spíše úroveň odborného vzdělání bez maturity, což je dáno oborem podnikání. Níže uvedený graf zobrazuje procentuální podíl úrovně vzdělání v podniku.



Obr. 8: Průměrná úroveň vzdělání v podniku XY v % (zdroj: interní materiály)

6.1.4 Technické prostředí

Podnik se snaží nahrazovat opotřeбенé a zastaralé zemědělské stroje novými. Technická stránka strojů jde samozřejmě ve vývoji rychle kupředu a trh nabízí nepřeborné množství strojů, ale finanční situace podniku příliš neumožňuje nákup nových technologií z důvodu jejich vysokých nákladů. Nicméně, jak jsem uvedla výše v investiční politice podniku, za posledních několik let podnik vyměnil podstatnou část zastaralých strojů za nové. Pořizovací cena zemědělských strojů je vysoká, takže podnik nakupuje spíše stroje s několikaletým opotřeбенím nebo předváděcí stroje.

6.2 Zemědělství v národním hospodářství

Zemědělství je odvětví, které v ekonomice nemá příliš významný podíl a velmi pomalu se vyvíjí. Za posledních deset let (rok 2000 až 2010) poklesl počet zemědělských subjektů o

13,8 %. Obhospodařování zemědělské půdy se též pozvolna snižuje. Podíl zemědělství na HDP v roce 2010 meziročně klesl o 0,6 %. Pokles se nevyhnul ani zaměstnancům pracujícím v zemědělství, v roce 2010 byl evidován meziroční pokles o 7,1 %. Toto odvětví je velmi závislé na dotacích od státu, intervenčních cenách, apod. Bez dotací a různých podpůrných opatření by v současné době příliš podniků neexistovalo.

V porovnání s ostatními sektory ekonomiky, zemědělství pokulhává především kvůli:

- nízké zajímavosti odvětví (nejistota finanční stability kvůli vysoké náchylnosti na vnější vlivy – výkyvy počasí),
- vysokému podílu málo vzdělaných lidí (což ostatně i znázorňuje obrázek 8 - výsečový graf podniku XY) a vysoké věkové struktury (podstatnou část tvoří zaměstnanci kolem 50. roku života),
- nižším platům zaměstnanců (v porovnání s celostátním průměrem jde cca 80 %).
(Ministerstvo zemědělství, ČSÚ, 2012)

6.3 Analýza trhu zemědělských výrobků

V zemědělství je trh živočišné produkce a trh rostlinné produkce. Na každém trhu se pohybuje různý segment zákazníků. V případě **živočišné produkce** (skot, prasata, drůbež) jsou hlavními zákazníky masokombináty, výjimečně samostatní řezníci. U masokombinátů se lze spolehnout na pravidelnost a relativně stálou velikost odběrů, ovšem nevýhodou jsou nízké ceny a dlouhé lhůty placení. **U rostlinného trhu** se vyskytuje velké množství odběratelů, od velkých společností po drobné zákazníky. V České republice se řadí do rostlinné produkce obiloviny, olejniny, cukrovka, brambory, ovoce, vinná réva a chmel. Z jednotlivých zemědělských výrobků převládá produkce obilovin. V tuzemsku jsou ceny závislé na vývoji světových cen a klimatických podmínkách.

Dovoz a vývoz zemědělských výrobků je regulován pravidly Společné zemědělské politiky prostřednictvím tzv. obchodních mechanismů a opatření. Jedná se např. o celní sazebník pro všechny členské země EU, dovozní a vývozní licence pro regulaci obchodu, vývozní subvence na podporu exportu či předpisy pro zajištění odpovídající kvality zemědělských výrobků. V minulosti byly vývozní subvence běžně využívány k regulaci trhu a kompenzaci rozdílu nižších světových cen a vyšších cen na trhu EU. V současné době jsou spíše využívány pro výjimečné případy. Např. v roce 2004 byly vyplaceny exportní subvence ve výši 210,85 mil. Kč a v roce 2011 pouze 20,01 mil. Kč. Nicméně výrazné snižování sub-

vencí nemá na český zemědělský vývoz zásadní vliv, a to z toho důvodu, že agrární export se zaměřuje především na vnitřní trh Unie a také celkovým nárůstem zemědělských komodit. (Ministerstvo zemědělství)

Relevantním trhem podniku XY je trh České republiky. Výkupní ceny za zemědělské výrobky se v tuzemsku pohybují vesměs v podobné cenové úrovni u všech odběratelů, neboť ceny jsou určovány trhem v zahraničí. Výkupní ceny v zahraničí (např. v Německu) jsou určitě vyšší, ale zase jsou s nimi spojené vyšší náklady na vývoz, takže rozdíl není nějak výrazný, a proto podnik XY prodává své vyprodukované výrobky na území České republiky.

Vývoj zemědělství v letech 2007 až 2011

Po vstupu České republiky do Evropské unie vykazuje české zemědělství kladné výsledky hospodaření, a to zejména díky evropským dotacím. Před vstupem byly výsledky v červených číslech a zemědělství bylo ztrátové. Tabulka 7 znázorňuje výsledky hospodaření za předchozí pětileté období. Velmi výrazný rozdíl mezi jednotlivými hospodářskými výsledky je vidět v roce 2009, kdy byla celková ekonomika v recesi. Ekonomická krize se promítla do výrazného poklesu tržních cen zemědělských komodit a poklesl i počet zaměstnanců pracujících v zemědělství. Na poklesu se podílela především nižší zemědělská produkce – rostlinná produkce poklesla o 18,3 % a živočišná produkce o 18,9 %. (Zelená zpráva 2009)

Tab. 7: Hospodářské výsledky v letech 2007-2009 v mld. Kč (zdroj dat: ČSÚ)

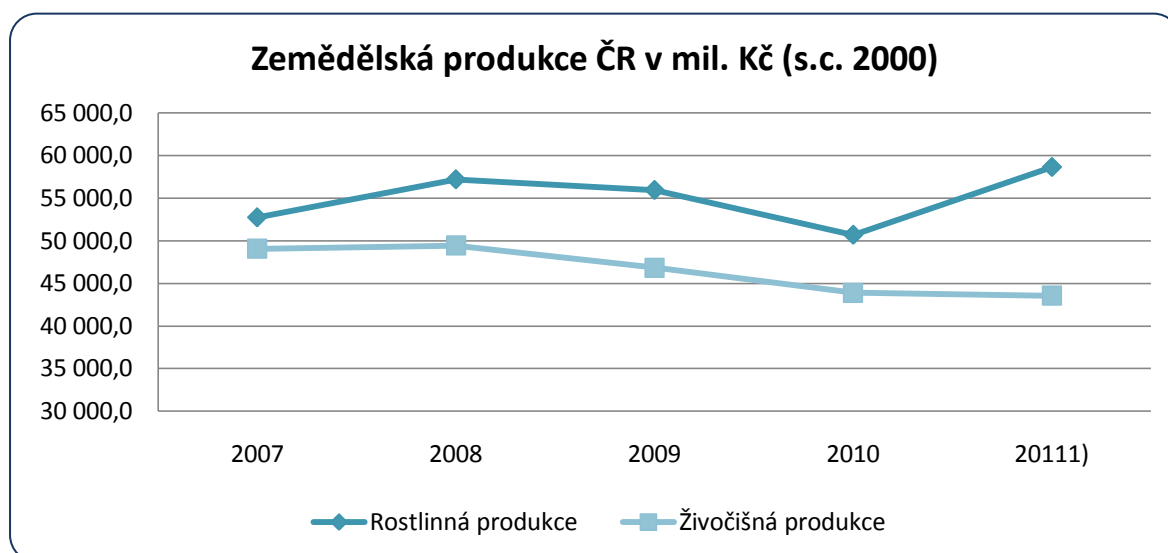
	2007	2008	2009	2010	2011
Hospodářský výsledek v mld. Kč	13,7	10,1	2,6	6,2	16,4

Zemědělská produkce vyjadřuje produkci sektoru přepočtenou pro srovnatelnost na stálé ceny roku 2000. V pětiletém období vykazuje produkce zemědělského odvětví kolísavý charakter. Z dílčích částí je vidět, že živočišná produkce dlouhodobě klesá. U rostlinné produkce je výrazný pokles v roce 2010, meziroční pokles byl o 12,2 %. Kromě řepky olejné byl zaznamenán pokles produkčních ploch všech zemědělských výrobků. Pokles vykazovaných hodnot rostlinné produkce v roce 2010 byl způsoben nižšími hektarovými výnosy vinou nepříznivého počasí. (Zelená zpráva 2010)

Tab. 8: Zemědělská produkce ČR v mil. Kč (ve stálých cenách roku 2000)
(zdroj dat: ČSÚ)

	2007	2008	2009	2010	2011 ¹⁾
Rostlinná produkce	52 747,3	57 212,7	55 959,5	50 694,2	58 662,5
Živočišná produkce	49 063,0	49 459,1	46 848,9	43 916,8	43 567,6
Produkce zemědělských služeb	1 256,5	1 394,9	1 311,8	1 356,5	1 408,0
Vedlejší činnosti (neoddělitelné)	2 054,0	2 208,9	2 056,6	2 007,6	2 247,2
Produkce zemědělského odvětví	105 120,8	110 275,6	106 176,9	97 975,0	105 885,3

¹⁾ předběžné údaje



Obr. 9: Graf rostlinné a živočišné produkce v letech 2007-2011 (vlastní zpracování)

V případě zemědělských podniků neexistuje cenová konkurence, podniky si konkurují pouze ve vyprodukovaném množství a je to z toho důvodu, že ceny diktují podnikům odběratelé. Ty mohou i podle osevnické plochy určit množství, které odkoupí od zemědělských podniků. Podnik XY si s jinými podniky nekonkuruje a vždy v průběhu roku prodá vše, co v sezónním období vyprodukoval.

6.4 Analýza vnitřního potenciálu podniku

Podnik XY nemá žádnou jedinečnou výhodu oproti konkurenci na trhu, jeho výsledky jsou spíše srovnatelné s konkurencí. Nicméně v roce 2008 byl podnik oceněn Agrární komorou jako nejlepší zemědělský hospodář ve Středočeském kraji. V roce 2011 získal ocenění

v soutěži „TOP“ Zemědělského svazu České republiky za dobré výsledky z bramborářské výrobní oblasti.

Na základě analýzy podniku a jeho okolí jsem sestavila následující tabulku.

Tab. 9: Konkurenční síla podniku (zdroj: Mařík, 2011, s. 89)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Konkurence je lepší			Průměr	Podnik XY je lepší				
		1	2	3		4	5	6			7
Kvalita zem. výrobků	3				x				4	12
Technická vybavenost	3					x			5	15
Know-how	2				x				4	8
Výhody polohy	1			x					3	3
Výhody distribuce	1				x				4	4
Servis a služby	1					x			5	5
Kvalita managementu	1					x			5	5
Motivace zaměstnanců	1					x			5	5
Majetek a investice	2				x				4	8
Finanční stabilita	1				x				4	4
Celkem	16									69

Maximální počet bodů: 112

Dosažený počet bodů: 69

Hodnocení: 62 %

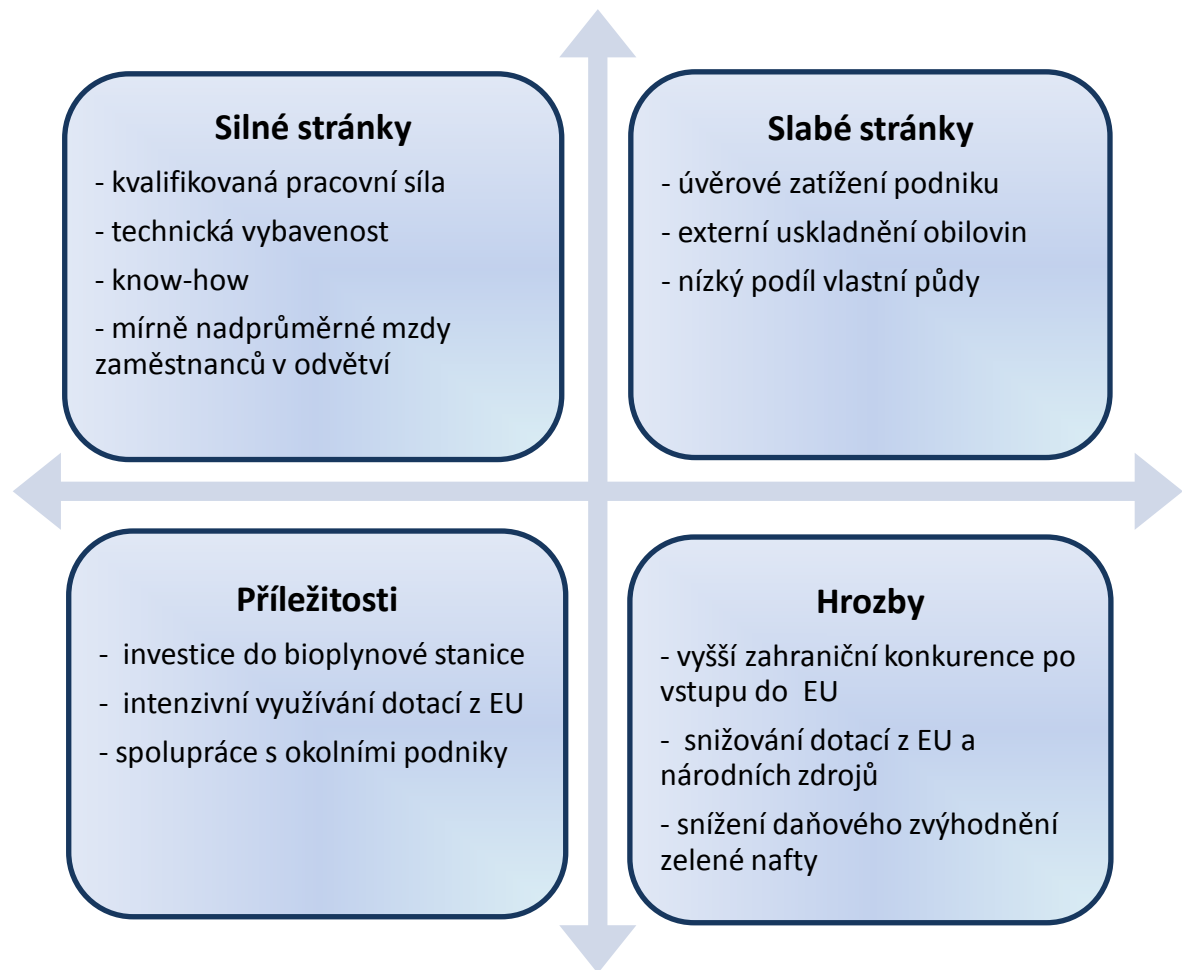
Interpretace souhrnné analýzy konkurenční síly podniku:

- ve srovnání s konkurencí má podnik XY dobré technické vybavení, potřebné množství zemědělských strojů a techniky a nově vybudovanou novostavbu odchovny mladého dobytka,
- podnik XY zaměstnává odborně kvalifikované pracovníky, takže může poskytovat služby v podobě servisu zemědělských strojů, na které má i požadované prostory,
- konkurence má převahu nad podnikem XY v oblasti polohy.

V ostatních kritériích je podnik XY na podobné úrovni jako konkurence a jako v ničem extra nevyniká, tak ani nemá úplně záporná kritéria.

6.5 Shrnutí vnitřní a vnější analýzy podniku XY – SWOT analýza

Na základě předešlé analýzy jsem sestavila tyto silné a slabé stránky (vnitřní faktory) a dále příležitosti a hrozby (vnější faktory).



Obr. 10: SWOT analýza podniku XY (vlastní zpracování)

6.6 Prognóza tržeb

Celkové tržby jsou v zemědělství složeny z tržeb z rostlinné výroby, živočišné výroby a služeb. Prognózu provedu pro rostlinnou, živočišnou výrobu a jejich konkrétní části zvlášť.

6.6.1 Rostlinná výroba

Výše tržeb závisí především na prodejní ceně, osevni ploše a hektarovém výnosu. Osevni plocha jednotlivých plodin se každý rok liší o několik hektarů, protože je nutné dodržovat

osevní postupy, tzn. že se střídají plodiny ve tří až čtyřletém cyklu. Výnosy záleží na klimatických podmínkách, takže tuto hodnotu nelze přesně predikovat. U predikce osevních ploch a hektarového výnosu jsem použila medián z předchozího pětiletého období.

a) Pšenice

Podnik XY pěstuje jak pšenici krmnou, tak i potravinářskou. Každá má rozdílnou kvalitu a tím pádem i cenu. Vývoj cen je přibližně na podobné úrovni, ale předpovědět kvalitu sklizené pšenice je nereálné. Použiji proto průměrnou prodejní cenu podniku XY. Tabulka 10 shrnuje údaje za pětileté období a z ní budu vycházet pro předpověď tržeb na další období.

*Tab. 10: Tržby za pšenici podniku XY v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)*

	2007	2008	2009	2010	2011
Osevní plocha pšenice (ha)	360,2	346,8	381,2	360,8	367,7
Hektarový výnos (q/ha)	64,9	65,9	66,5	53,5	62,5
Produkce celkem (q)	23 376	22 856	25 352	19 302	22 981
Vlastní spotřeba (q)	2 627	3 283	2 445	2 553	2 098
K prodeji (q)	20 749	19 573	22 907	16 749	20 883
Realizační cena (Kč/q)	413	319	232	363	446
Tržby (Kč)	8 569 474	6 243 818	5 314 376	6 079 983	9 313 651

Realizační cena pšenice bude v roce 2012 vyšší, než v roce předchozím. Kvůli mrazům ale podnik XY plánuje mnohem nižší tržby, protože musel zaorat 80 ha vyzimované pšenice. Dle prognózy ÚZEI (Ústav zemědělské ekonomiky a informací) jsou na roky 2013 a 2014 plánované mnohem nižší hodnoty, než dlouhodobě vykazuje podnik XY. Tato prognóza je už značně zastaralá, proto budu vycházet z minulých dat podniku XY, informací od vedení podniku, vývoje trhu a jeho novější predikce.

*Tab. 11: Prognóza tržeb pšenice podniku XY pro období 2012-2016
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)*

	2012	2013	2014	2015	2016
Osevní plocha pšenice (ha)	264,6	360,8	360,8	360,8	360,8
Hektarový výnos (q/ha)	45	62	62	62	62
Produkce celkem (q)	11 907	22 369	22 369	22 369	22 369
Vlastní spotřeba (q)	1 950	2 553	2 553	2 553	2 553
K prodeji (q)	9 957	19 816	19 816	19 816	19 816
Realizační cena (Kč/q)	460	462	465	467	469
Tržby (Kč)	4 580 427	9 160 928	9 206 732	9 252 766	9 299 030

Hodnoty roku 2012 jsou na základě aktuálních informací podniku, zbývající predikci jsem stanovila tak, že pro hodnotu osevní plochy, hektarového výnosu a vlastní spotřeby jsem použila medián za předchozí roky. Realizační cenu jsem stanovila s meziročním nárůstem o 0,5 % z důvodu optimistických predikcí světového trhu.

b) Ječmen

Tabulka 12 znázorňuje údaje pro výpočet tržeb v letech 2007-2011, z kterých budu vycházet pro prognózu tržeb pro další pětileté období.

*Tab. 12: Tržby za ječmen podniku XY v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)*

	2007	2008	2009	2010	2011
Osevní plocha ječmene (ha)	181,8	154,8	152,8	187,1	172,9
Hektarový výnos (q/ha)	52,3	53,8	44,0	54,8	48,9
Produkce celkem (q)	9 510	8 326	6 721	10 243	8 446
Vlastní spotřeba (q)	3 102	3 203	3 122	2 852	2 044
K prodeji (q)	6 408	5 123	3 599	7 391	6 402
Realizační cena (Kč/q)	357	410	233	218	402
Tržby (Kč)	2 287 552	2 100 246	838 670	1 611 277	2 570 469

Princip výpočtu predikovaných tržeb ječmene je zachován stejně, jako u pšenice, tzn. rok 2012 je dle aktuálních informací podniku a následující roky – osevní plocha, hektarový výnos, vlastní spotřeba a realizační cena je vypočtena pomocí mediánu za období 2007-2012.

*Tab. 13: Prognóza tržeb ječmene podniku XY pro období 2012-2016
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)*

	2012	2013	2014	2015	2016
Osevní plocha ječmene (ha)	236,9	172,9	172,9	172,9	172,9
Hektarový výnos (q/ha)	35,0	52,3	52,3	52,3	52,3
Produkce celkem (q)	8 292	9 043	9 043	9 043	9 043
Vlastní spotřeba (q)	2 100	2 977	2 977	2 977	2 977
K prodeji (q)	6 192	6 066	6 066	6 066	6 066
Realizační cena (Kč/q)	450	452	455	457	459
Tržby (Kč)	2 786 333	2 743 199	2 756 915	2 770 700	2 784 553

Výrazný nárůst osevní plochy ječmene v roce 2012 souvisí s pšenicí, která byla zaorána kvůli mrazům, a proto bylo zaseto o přibližně 40 ha více. Realizační cena je též stanovena s meziročním nárůstem o 0,5 %.

c) Řepka

V případě řepky není žádné množství určené pro vlastní spotřebu, proto je všechno vyprodukované množství určené k prodeji. Tabulka 14 znázorňuje výši tržeb za jednotlivé roky. U vývoje zemědělství jsem zmiňovala ekonomickou krizi v roce 2009 a její důsledek ve výrazném poklesu tržních cen zemědělských komodit, což lze vidět v následující tabulce.

*Tab. 14: Tržby za řepku podniku XY v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)*

	2007	2008	2009	2010	2011
Osevní plocha řepky (ha)	147,9	193,9	195,4	173,7	203,3
Hektarový výnos (q/ha)	38,3	37,3	34,6	39,3	41,3
Produkce celkem (q)	5 666	7 231	6 761	6 828	8 394
Realizační cena (Kč/q)	737	874	630	852	1 087
Tržby (Kč)	4 175 917	6 319 875	4 259 329	5 817 106	9 124 523

Prognóza tržeb řepky je na stejném principu jako předchozí zemědělské plodiny, tzn. osevní plocha a hektarový výnos jsou pro roky 2013-2016 vypočítané pomocí funkce medián za pětileté období. Dle vedení podniku by realizační cena v roce 2012 měla dosahovat 1230 Kč/q a i přesto, že se každým rokem cena navyšuje, dosahuje už relativně vysoké hranice, proto jsem cenu nechala pro další predikované roky fixní.

*Tab. 15: Prognóza tržeb řepky podniku XY pro období 2012-2016
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)*

	2012	2013	2014	2015	2016
Osevní plocha řepky (ha)	178,0	193,9	193,9	193,9	193,9
Hektarový výnos (q/ha)	30,0	38,3	38,3	38,3	38,3
Produkce celkem (q)	5 339	7 425	7 425	7 425	7 425
Realizační cena (Kč/q)	1 230	1 230	1 230	1 230	1 230
Tržby (Kč)	6 567 462	9 132 551	9 132 551	9 132 551	9 132 551

d) Brambory

Tabulka 16 uvádí tržby za období 2007-2011 a jak lze vidět, v roce 2011 byla více jak o polovinu nižší osevní plocha. Podnik XY tuto redukci provedl z důvodu nízké rentability a osevní plochu využil pro jinou výnosnější plodinu.

Tab. 16: Tržby za brambory podniku XY v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)

	2007	2008	2009	2010	2011
Osevní plocha brambor (ha)	71,5	70,2	57,1	59,0	30,7
Hektarový výnos (q/ha)	301,1	279,0	236,2	351,5	366,0
Produkce celkem (q)	21 522	19 597	13 482	20 746	11 236
Realizační cena (Kč/q)	152	154	175	132	182
Tržby (Kč)	3 271 354	3 017 932	2 359 402	2 738 410	2 044 988

Pro predikované tržby brambor jsem počítala s fixní osevní plochou 30 ha, protože podnik XY s výrazným navýšením do budoucna nepočítá a chce zachovat plochu kolem 30 ha. Hektarový výnos a realizační cena jsou stanoveny jako medián za roky 2007 až 2011.

Tab. 17: Prognóza tržeb brambor podniku XY pro období 2012-2016
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)

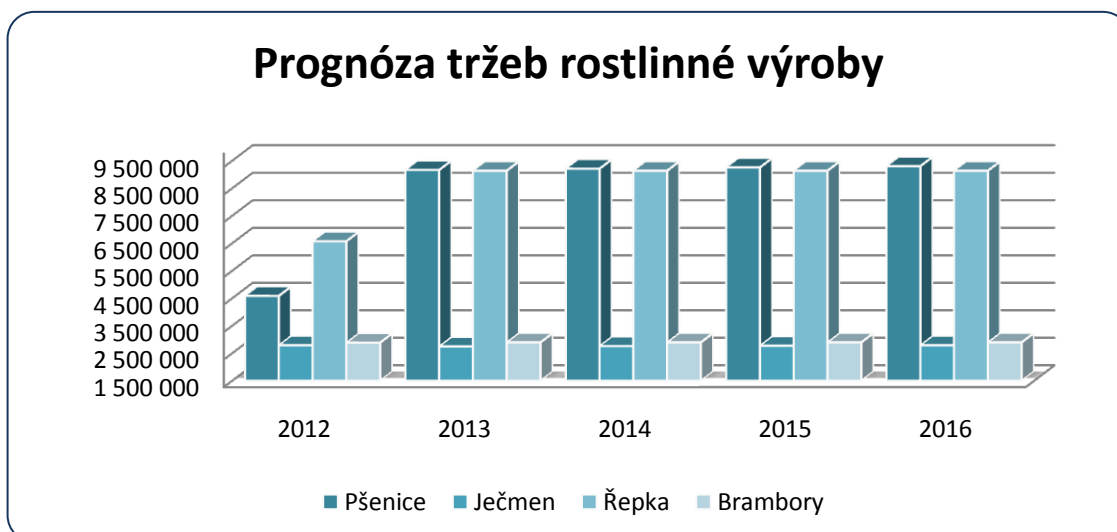
	2012	2013	2014	2015	2016
Osevní plocha brambor (ha)	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Hektarový výnos (q/ha)	300,0	301,1	301,1	301,1	301,1
Produkce celkem (q)	9 000	9 032	9 032	9 032	9 032
Realizační cena (Kč/q)	154	154	154	154	154
Tržby (Kč)	1 386 000	1 390 851	1 390 851	1 390 851	1 390 851

Shrnutí rostlinné výroby

Z tabulky 18 a grafického znázornění je hned zřejmé, že na celkových tržbách se nejvíce podílí produkce pšenice a řepky.

Tab. 18: Prognóza tržeb rostlinné výroby podniku XY pro období 2012-2016 v Kč
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Pšenice	4 580 427	9 160 928	9 206 732	9 252 766	9 299 030
Ječmen	2 786 333	2 743 199	2 756 915	2 770 700	2 784 553
Řepka	6 567 462	9 132 551	9 132 551	9 132 551	9 132 551
Brambory	1 386 000	1 390 851	1 390 851	1 390 851	1 390 851
Tržby rostlinné výroby celkem	15 320 222	22 427 529	22 487 049	22 546 867	22 606 985



Obr. 11: Prognóza tržeb rostlinné výroby podniku XY pro období 2012-2016 v Kč

6.6.2 Živočišná výroba

Do živočišné výroby podniku XY patří produkce mléka a chov skotu. Zaměřím se hlavně na mléko, protože tvoří největší část z celkových tržeb živočišné výroby. Podnik má uzavřený obrat stáda, tzn. že nenakupuje zvířata žádné kategorie, pouze prodává zvířata v chovu nadbytečná a zvířata masného plemene. Následující tabulka vypovídá o minulých tržbách za mléko. Nižší tržby v letech 2009 a 2010 ovlivnil pokles realizační ceny.

Tab. 19: Tržby za mléko v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)

	2007	2008	2009	2010	2011
Prodej mlékárně (l)	1 665 820	1 611 182	1 537 118	1 489 173	1 634 265
Realizační cena (Kč/l)	8,26	8,37	6,01	7,33	8,36
Tržby (Kč)	13 759 673	13 485 593	9 238 079	10 915 638	13 662 455

Tabulka 20 znázorňuje výši predikovaných tržeb za mléko. Údaje pro rok 2012 mám dle aktuálních informací od vedení podniku a pro zbývající roky jsem udělala medián prodeje mléka mlékárně za období 2007 až 2011 a dle informací podniku jsem stanovila fixní realizační cenu 7,60 Kč/l.

Tab. 20: Prognóza tržeb mléka pro období 2012-2016
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Prodej mlékárny (l)	1 630 000	1 611 182	1 611 182	1 611 182	1 611 182
Realizační cena (Kč/l)	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Tržby (Kč)	12 388 000	12 244 983	12 244 983	12 244 983	12 244 983

Tržby za prodej jatečných zvířat jsou uvedeny v tabulce 21, a to za období 2007-2011.

Tab. 21: Tržby za skot v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály)

	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za skot (Kč)	2 590 000	2 349 000	2 520 000	916 000	1 218 000

Dle vedení podniku by se tržby predikovaného období 2012 až 2016 měly pohybovat kolem 1 500 00 Kč, proto jsem stanovila pro všechny roky tuto fixní částku.

Tabulka 22 pak shrnuje celkové prognózované tržby živočišné výroby.

Tab. 22: Prognóza tržeb živočišné výroby podniku XY pro období 2012-2016 v Kč
(zdroj dat: interní materiály, vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Skot	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000
Mléko	12 388 000	12 244 983	12 244 983	12 244 983	12 244 983
Tržby živočišné výroby celkem	13 888 000	13 744 983	13 744 983	13 744 983	13 744 983

6.6.3 Prodej služeb

Do služeb patří např. opravy zemědělských strojů či provádění služeb v rostlinné výrobě. V poměru s celkovými tržbami se jedná relativně o zanedbatelnou část.

Tab. 23: Tržby z prodeje služeb v letech 2007-2011
(zdroj dat: interní materiály)

	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby z prodeje služeb	2 065 000	1 787 000	1 760 000	1 480 000	1 894 000

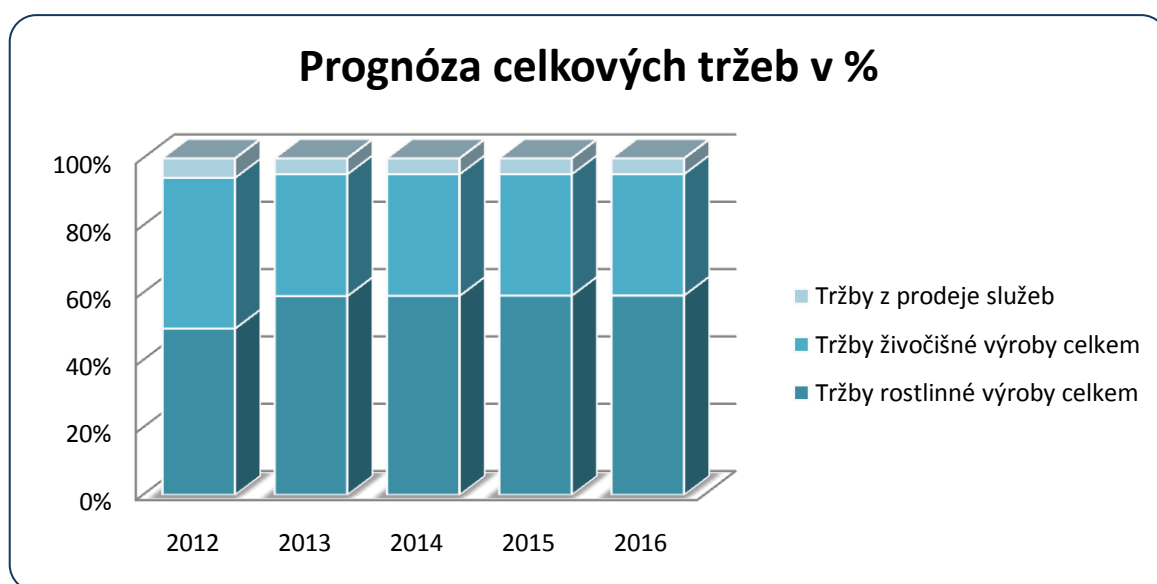
Pro predikované období 2012 až 2016 jsem určila fixní výši 1 787 000 Kč (medián období 2007-2011).

Prognóza celkových tržeb podniku XY

Celkové tržby podniku zahrnují tržby za živočišnou výrobu, rostlinnou výrobu a prodej služeb, které jsem na předchozích stranách konkrétně rozebrala. Z tabulky 24 a grafického znázornění je vidět, že největší podíl na celkových tržbách je z rostlinné výroby – okolo 55 procent a zbytek je z živočišné výroby a prodeje služeb.

Tab. 24: Prognóza celkových tržeb podniku XY na období 2012-2016 v Kč
(zdroj dat: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby rostlinné výroby celkem	15 320 222	22 427 529	22 487 049	22 546 867	22 606 985
Tržby živočišné výroby celkem	13 888 000	13 744 983	13 744 983	13 744 983	13 744 983
Tržby z prodeje služeb	1 787 000	1 787 000	1 787 000	1 787 000	1 787 000
Tržby celkem	30 995 222	37 959 512	38 019 032	38 078 851	38 138 968



Obr. 12: Prognóza celkových tržeb podniku XY na období 2012-2016 v %

7 FINANČNÍ ANALÝZA

Při zpracování finanční analýzy budu vycházet z rozvahy a výkazu zisků a ztrát za období 2007-2011, tyto výkazy jsou uvedeny v příloze. Účetní závěrku neověřuje auditor, proto podnik XY nemusí vytvářet výkaz peněžních toků. Detailnější informace budu čerpat z výročních zpráv a od vedení podniku.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Analýza absolutních ukazatelů slouží k vývoji trendu a lze provést buď vertikální analýzu, nebo horizontální analýzu. V příloze je uvedena horizontální analýza rozvahy a vertikální analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát podniku XY.

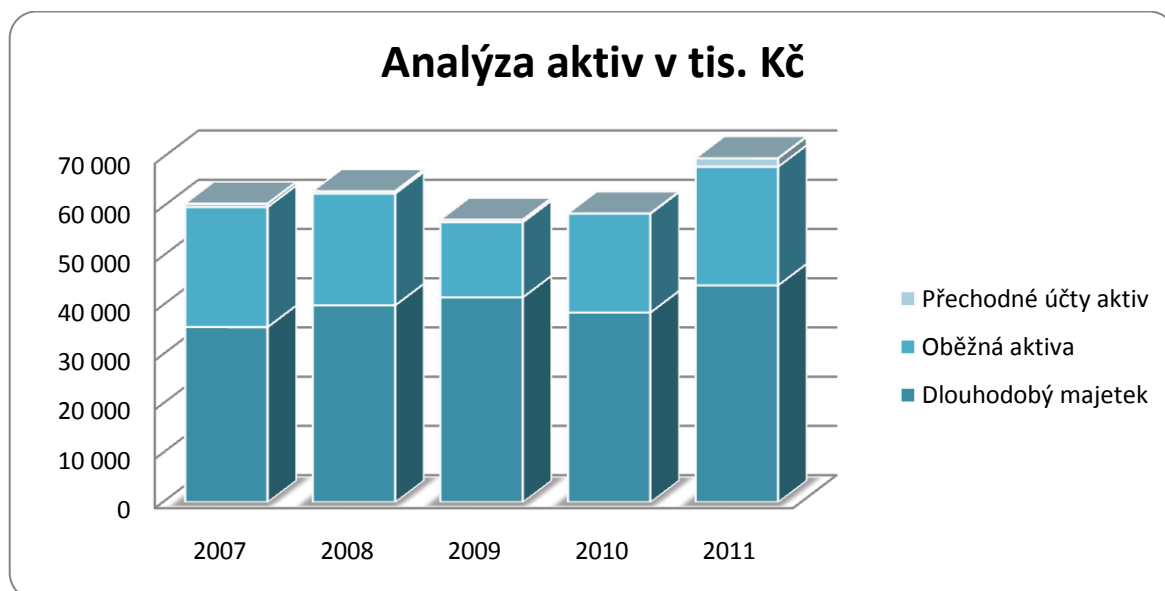
7.1.1 Analýza rozvahy

Aktiva

Na celkových aktivech se podílí především **dlouhodobý hmotný majetek** (průměrně 65 %), dlouhodobý nehmotný majetek podnik vůbec neeviduje, což je dáno oborem podnikání. Významný nárůst dlouhodobého hmotného majetku byl v roce 2009 a 2011. V roce 2009 to byl nárůst staveb, konkrétně byla dokončena novostavba odchovny mladého dobytka a v roce 2011 se jednalo o samostatné movité věci, kdy podnik nakoupil diskový podmítač, traktor, manipulátor a návěs. Hodnota samostatných movitých věcí se tak oproti předchozímu roku 2010 zvýšila o 54 %.

Menší část (průměrně 34 %) aktiv rozvahy tvoří **oběžná aktiva**, na kterých se nejvíce podílí zásoby, krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Největší podíl na oběžných aktivech mají zásoby. Hodnoty materiálu se vyvíjejí kolísavě a zvýšení ovlivní např. nákup hnojiv. Mladá zvířata, která jsou evidovaná v oběžném majetku, mírně od roku 2009 poklesla. Bylo to především z důvodu ukončení chovu prasat. Pro podnik XY byl chov prasat nerentabilní z důvodu nízkých realizačních cen. Krátkodobé pohledávky jsou každým rokem v podobné linii, mírné navýšení pohledávek z obchodních vztahů nezpůsobuje špatná platební morálka odběratelů, ale fakt, že podnik ke konci daného roku vyfakturuje dodávku vlastních zásob nebo služeb se splatností v následujícím roce. Podnik disponuje finančními prostředky na běžném účtu, v hotovosti drží pouze potřebné provozní finanční prostředky.

V **ostatních aktivech** podnik XY eviduje náklady příštích období (např. předplacené nájemné, pojistné a služby) a dále příjmy příštích období (dotace). Následující graf znázorňuje grafické vyjádření podílu hlavních složek na celkových aktivech.



Obr. 13: Analýza aktiv rozvahy v tis. Kč (zdroj: vlastní zpracování)

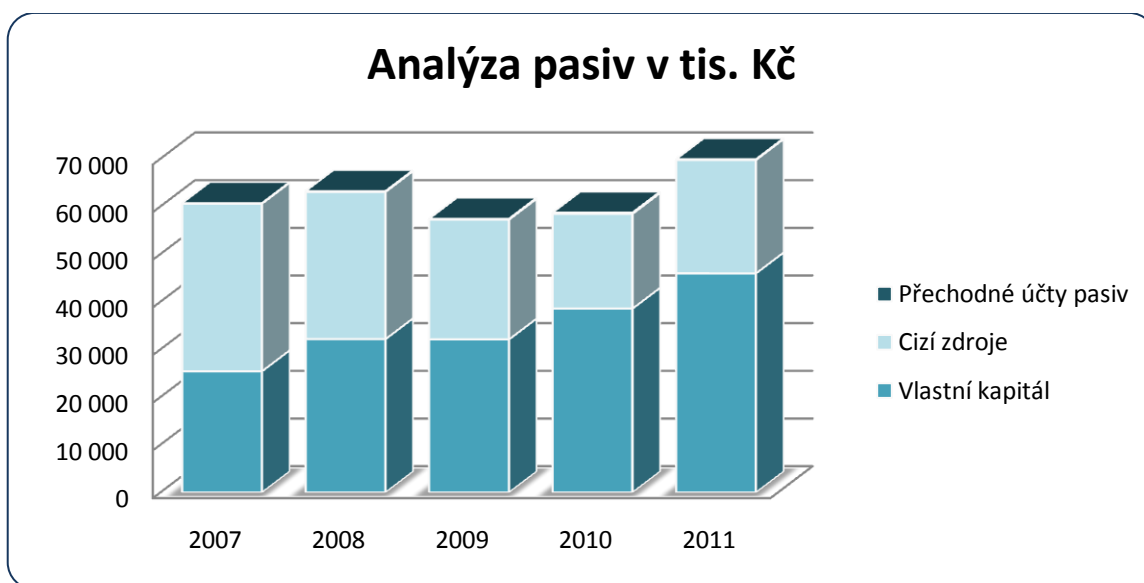
Pasiva

Vlastní kapitál se podílí v průměru na celkových pasivech 56 % a každoročně se zvyšuje, což je v důsledku dobrého hospodářského výsledku. Základní kapitál meziročně mírně klesá kvůli snižování členských vkladů (ukončování členství). Výrazná změna je v položce statutární a ostatní fondy, kdy hodnota za pětileté období vzrostla o 377 %. Je to dáno hlavně tím, že podnik každoročně tento fond navyšuje z dosaženého zisku.

Podíl **cizích zdrojů** na celkových pasivech je necelá polovina, konkrétně v průměru 43 %. Podnik tvořil do roku 2009 rezervy na opravy dlouhodobého majetku, v roce 2010 byla provedena významná oprava střechy kravína a rezervy tak byly vyčerpány. Výše dlouhodobých závazků každoročně klesá v důsledku postupného splácení bankovních a nebankovních úvěrů a vypořádacích podílů. V roce 2011 je významný nárůst, protože podnik uzavřel nové úvěrové smlouvy na pořízení zemědělských strojů a rekonstrukci dojírny. Platební morálka podniku XY je dobrá, závazky vykázané ke konci zdaňovacího období jsou do splatnosti. Závazky z obchodního styku se odvíjejí od nakoupeného materiálu a služeb před koncem roku. Významný nárůst byl zaznamenán u závazků k zaměstnancům za rok 2011, kdy byla oproti předchozímu roku zvýšena průměrná mzda o 12 % a dále podnik vyplácel po zhodnocení tržeb prémie ve výši 20 % a navíc byly ještě vyplaceny

roční prémie ve výši 15 %. S tím pak logicky souvisí i nárůst závazků ze sociální a zdravotního pojištění.

V **ostatních pasivech** podnik XY eviduje výdaje příštích období (nevyplacené nájemné z pozemků a nevyfakturované dodávky a služby). Obrázek 14 zobrazuje grafické vyjádření struktury pasiv.



Obr. 14: Analýza pasiv rozvahy v tis. Kč (zdroj: vlastní zpracování)

7.1.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

Hned na první pohled je z výkazu zisků a ztrát patrné, že se jedná o výrobní podnik.

Výnosy

Na celkových výnosech se nejvíce podílí v průměru 60 % tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb a dále v průměru 18 % tržby z prodeje dlouhodobého majetku a 18 % ostatní provozní výnosy. Nejnižších hodnot dosahovaly tržby v roce 2009, kdy celková ekonomika byla v krizi a v roce 2010 ještě krize doznívala. Na nízkých tržbách se samozřejmě podílel i nízký hektarový výnos z důvodu nepříznivého počasí.

Náklady

Až na rok 2009, kdy na podniky dolehla finanční krize, se jednotlivé nákladové položky vyvíjí relativně v podobném trendu. Mírný nárůst odpisů je za poslední roky logický, protože jak už jsem uvedla u analýzy aktiv, podnik realizoval investice do dlouhodobého hmotného majetku. Většina investic do dlouhodobého majetku je provedena za pomoci

bankovních úvěrů, takže nákladové úroky převyšují ostatní výnosové položky a podnik dosahuje každoročně záporného finančního výsledku hospodaření.

Rok 2011 byl pro podnik XY velmi úspěšný a racionálně lze chápat provázanost s jednotlivými položkami ve výkazech. S vyššími výkony souvisela i vyšší výkonová spotřeba, s navýšením dlouhodobého majetku pak vyšší odpisy a nákladové úroky. Provázanost je i u výsledku hospodaření, kdy podnik platil vyšší daň z příjmu, protože dosahoval vyššího zisku, než obvykle.

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

V této části se zaměřím na ukazatele likvidity, rentability, aktivity a zadluženosti podniku XY. Použití vzorců pro výpočty jednotlivých ukazatelů je na základě literatury. (Pavelková, Knápková, 2005)

7.2.1 Analýza likvidity

Jak je již uvedeno v teoretické části, ukazatel likvidity vyjadřuje schopnost podniku splácet své závazky a likvidita má tři stupně.

Tab. 25: Analýza likvidity podniku XY (zdroj dat: vlastní propočty)

Likvidita	2007	2008	2009	2010	2011	Doporučené hodnoty
Likvidita 1. stupně - okamžitá	0,98	0,65	1,41	1,31	1,27	0,2 - 0,5
Likvidita 2. stupně - pohotová	1,89	1,55	3,98	2,63	2,01	1 - 1,5
Likvidita 3. stupně - běžná	4,29	4,36	12,04	6,17	4,43	1,5 - 2,5
Podíl ČPK na OA	77%	77%	92%	84%	77%	30 - 50 %

Skoro všechny hodnoty likvidity dosahují výrazně vysokých hodnot, než doporučené hodnoty. Vysoké hodnoty potěší věřitele, nicméně pro podnik to znamená, že neefektivně využívá finanční prostředky a snižuje tak výnosnost podniku.

Podnik nemá žádné krátkodobé úvěry, ale má vysoký podíl oběžných aktiv, konkrétně zásoby, které vážou peněžní prostředky.

Doporučené hodnoty jsou především pro podniky z odvětví průmyslu a obchodu, takže je pochopitelné, že zemědělské podniky mají vyšší podíl oběžných aktiv, kde evidují nedokončenou výrobu, zvířata, výrobky, materiál a nelze říci, že evidují zbytečné množství neprodejných zásob či nedobytných pohledávek.

Podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech charakterizuje krátkodobou finanční stabilitu a i v tomto případě podnik dosahuje vyššího procentuálního podílu, než je doporučeno.

7.2.2 Analýza rentability

Ukazatelé rentability jsou měřítkem zisku a následující tabulka zobrazuje jednotlivé rentability podniku XY.

Tab. 26: Analýza rentability podniku XY (zdroj dat: vlastní propočty)

Rentabilita	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita aktiv - ROA	13,75%	15,32%	3,29%	15,80%	14,24%
Rentabilita vlastního kapitálu - ROE	24,73%	21,66%	2,97%	17,36%	16,10%
Rentabilita tržeb - ROS	15,56%	18,03%	3,80%	20,97%	17,03%

Ukazatel rentability aktiv (ROA) měří výkonnost podniku. Je počítán z výsledku hospodaření před zdaněním (EBIT), ke kterému se připočtou nákladové úroky, a to celé se vydělí celkovými aktivy z rozvahy. ROA dosahuje abnormálně nízké hodnoty v roce 2009, kdy podniku poklesly všechny potřebné položky pro výpočet výsledku hospodaření a na nižší hodnotě aktiv se podílel především pokles oběžných aktiv (zásoby, pohledávky, peníze na bankovních účtech).

Ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje výnosnost kapitálu, který vložili vlastníci do podniku. ROE se vypočítá jako podíl výsledku hospodaření za účetní období a vlastního kapitálu. I v tomto případě je vidět velmi výrazný pokles v roce 2009, který zapříčinil především velmi malý hospodářský výsledek za rok 2009. V roce 2010 už lze vidět opět nárůst.

Ukazatel rentability tržeb (ROS) vyjadřuje ziskovou marži podniku. Vypočítá se tak, že do čitatele dosadíme výsledek hospodaření za účetní období a do jmenovatele dosadíme tržby z prodeje výrobků a služeb (při srovnání ukazatele mezi podniky je lepší použít EBIT). Zemědělský podnik neeviduje žádné tržby za prodej zboží, proto nejsou v tržbách zahrnuty. Jak jsem zmiňovala u předchozích rentabilit výrazně nízkou hodnotu v roce 2009, i v tomto případě lze vidět výrazný pokles hodnoty ROS. Marže přidané hodnoty v roce 2007 dosahovala 45 %, kdežto v roce 2009 pouze 21 %. V ostatních letech rentabilita dosahuje cca 40 % a podnik XY tak zhodnocuje svoje tržby.

7.2.3 Analýza aktivity

Tyto ukazatele dávají podniku informace o tom, jak efektivně hospodaří s aktivy.

Tab. 27: Analýza aktivity podniku XY (zdroj dat: vlastní propočty)

Aktivita	2007	2008	2009	2010	2011
Obrat aktiv	0,67	0,61	0,44	0,54	0,62
Obrat zásob	2,96	2,65	2,46	2,78	3,31
Doba obratu zásob (dny)	121,55	135,96	146,11	129,68	108,79
Doba obratu pohledávek (dny)	45,68	43,91	46,76	48,41	33,53
Doba obratu závazků (dny)	50,62	48,51	18,14	36,66	45,02

Obrat aktiv se vypočte jako podíl tržeb na celkových aktivech. Optimální hodnota obratu aktiv by měla být minimálně 1, čemuž u podniku XY není. Nicméně nízké hodnoty lze odůvodnit tím, že podnik každoročně realizuje investice do dlouhodobého majetku a tím pádem se zvyšují celková aktiva. V roce 2009 a 2010 byla celková aktiva sice nižší, ale podnik dosahoval výrazně nízkých tržeb. Konkrétním příkladem je třeba to, že podnik nakoupil novější a výkonnější zemědělské stroje, ale pokud jsou špatné klimatické podmínky a úroda velmi malá, nepřinese tato investice požadovaný efekt.

Obrat zásob jsem vypočítala jako podíl tržeb a zásob a tento ukazatel nám říká, kolikrát je podnik schopen přeměnit zásoby na tržby.

Doba obratu zásob udává, za jakou dobu podnik prodá své zásoby a vypočítá se tak, že do čitatele dosadíme hodnotu zásob a do jmenovatele tržby a to celé vynásobíme 360, čímž dostaneme hodnotu ve dnech. Počet dní se v literatuře liší, někde se počítá s 365 dny, já uvádím 360 dní na základě informací z knihy Finanční analýza (Knápková, Pavelková, 2010).

Doba obratu pohledávek a závazků se počítá identicky jako doba obratu zásob, pouze s tím rozdílem, že jsou do čitatele dosazeny pohledávky nebo závazky. Porovná-li současně dobu obratu pohledávek a dobu obratu závazků, zjistím, že podnik XY platí závazky později, než inkasuje své pohledávky. Výjimkou je rok 2009 a 2010, kdy podnik platil závazky o dost dříve, než dostal zaplacené své pohledávky. Částečným důvodem je rozdílná doba splatnosti pohledávek a závazků (pohledávky 30 – 60 dní, závazky 10 – 21 dní). Hodnota krátkodobých závazků je v roce 2009 abnormálně nízká. Nicméně v dalších letech se podnik snaží tyto dva ukazatele přizpůsobit.

7.2.4 Analýza zadluženosti

Ukazatele zadluženosti poskytují informace o úvěrovém zatížení firmy. Jistá míra zadlužení je pro podnik užitečná, ale měla by být posuzována s rentabilitou, čím vyšší rentabilita, tím vyšší může být zadluženost podniku. Tabulka 28 zobrazuje ukazatele zadluženosti.

Tab. 28: Analýza zadluženosti podniku XY (zdroj dat: vlastní propočty)

Zadluženost	2007	2008	2009	2010	2011
Celková zadluženost	58,06%	49,06%	44,02%	34,24%	34,19%
Míra zadluženosti	138,42%	96,30%	78,63%	52,07%	51,95%
Úrokové krytí	12,84	12,20	2,23	9,18	11,95
Krytí dlouhodobého majetku VK	0,71	0,80	0,77	1,00	1,04
Krytí dlouh. maj. dlouhodobými zdroji	1,25	1,33	1,28	1,43	1,46

Výši celkové zadluženosti jsem vypočítala tak, že jsem do čitatele dosadila cizí zdroje s časovým rozlišením a do jmenovatele celková aktiva. Podnik XY má pouze úvěry bankovního typu, které jsou zahrnuty v rozvaze, proto nebylo potřeba o jiné položky ukazatel upravovat. Zvýšená zadluženost byla pouze v roce 2007, kdy dosahovala 58 %, jinak lze celkovou zadluženost podniku hodnotit velmi pozitivně.

Míra zadluženosti nebo také finanční páka se vypočítá jako podíl cizích zdrojů (navýšené o časové rozlišení) a vlastního kapitálu. Jak lze vidět, tak v roce 2007 je výrazně vysoká míra zadluženosti. Optimální je, když je hodnota cizích zdrojů nižší, než vlastní kapitál, což v následujících letech bylo splněné, ale v roce 2007 nikoliv.

Hodnota úrokového krytí se vyčíslí tak, že do čitatele dosadíme výsledek hospodaření před zdaněním, ke kterému přičteme nákladové úroky (EBIT) a to celé vydělíme nákladovými úroky. Tento ukazatel vyjadřuje, kolikrát pokrývá vytvořený zisk nákladové úroky. Doporučená hodnota ukazatele je vyšší než pět, což podnik až na rok 2009 s přehledem splňuje. Jak už jsem uváděla v předchozích komentářích, rok 2009 byl celkově slabým a výše zisku byla velmi malá.

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem se vypočítá jako podíl vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku. V roce 2010 a 2011 dosahují hodnoty přes 1, z čeho vyplývá, že podnik používal vlastní kapitál ke krytí oběžných aktiv a dává tak přednost stabilitě než výnosu.

V případě krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji je výpočet takový, že v čitateli je vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje a ve jmenovateli dlouhodobý majetek. U tohoto ukazatele platí zlaté pravidlo financování, kdy by měl být dlouhodobý majetek kryt dlouhodobými zdroji. U podniku XY jsou hodnoty přes 1, takže tento parametr podnik splňuje. Vyšší podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech (cca 80 %), ale upozorňuje na překapitalizovaný podnik a jde tak o konzervativní strategii financování, která je sice bezpečná, ale dražší.

7.3 Analýza souhrnných ukazatelů

V analýze souhrnných ukazatelů uvedu ekonomicky přidanou hodnotu a bankrotní model Z-skóre, které počítám pomocí příslušné literatury. (Pavelková, Knápková, 2005)

7.3.1 EVA (ekonomicky přidaná hodnota)

Ukazatel EVA měří výkonnost podniku. Pro výpočet hodnoty jsem použila zjednodušený výpočet, který používá ministerstvo průmyslu a obchodu. Hodnoty nákladů na vlastní kapitál (r_e) jsem použila na základě MPO odvětví zemědělství, rybářství a lesnictví. (zdroj: mpo.cz)

Tab. 29: EVA podniku XY v tis. Kč (zdroj dat: vlastní propočty)

EVA	2007	2008	2009	2010	2011
r_e	16,81%	17,20%	15,60%	12,77%	11,64%
ROE	24,73%	21,66%	2,97%	17,36%	16,10%
VK	25 442	32 187	32 123	38 582	45 984
EVA = (ROE - r_e) * VK	2 014	1 435	-4 056	1 772	2 049

Až na rok 2009, kdy je hodnota EVA záporná, což je způsobeno velmi nízkou rentabilitou vlastního kapitálu, se vyvíjí ukazatel pozitivně a přispívá ke zvýšení hodnoty pro své vlastníky.

7.3.2 Z-skóre

Označováno také jako Altmanův model a patří mezi bankrotní modely. Z-skóre vypovídá o finanční situaci firmy. Následující tabulka zobrazuje Z-skóre podniku XY.

Tab. 30: Z-skóre podniku XY (zdroj dat: vlastní propočty)

Altmanův model	2007	2008	2009	2010	2011
0,717 * (ČPK/Aktiva)	0,22	0,20	0,17	0,21	0,19
0,847 * (Nerozdělené zisky/Aktiva)	0,09	0,09	0,01	0,10	0,09
3,107 * (EBIT/Aktiva)	0,43	0,48	0,10	0,49	0,44
0,420 * (Vlastní kapitál/Cizí zdroje)	0,30	0,44	0,54	0,82	0,81
0,998 * (Tržby/Aktiva)	0,67	0,61	0,44	0,54	0,62
Z-skóre	1,71	1,82	1,27	2,15	2,16

Pokud je hodnota Z-skóre: nižší než 1,81 = podnik má velmi silné finanční problémy,
v intervalu 1,81 až 2,99 = nevyhraněná finanční situace,
vyšší než 2,99 = podnik má uspokojivou finanční situaci.

Z tabulky 30 je tedy hned na první pohled zřejmé, že v roce 2007 a 2009 měl podnik finanční problémy, ale v ostatních letech už na tom byl podstatně lépe.

Shrnutí finanční analýzy podniku XY

K vyčíslení jednotlivých ukazatelů podniku XY jsem použila výkaz rozvaha a výkaz zisků a ztrát za pětileté období 2007-2011. U všech analýz vyniká rok 2009, který byl pro podnik velmi finančně nepříznivý a negativně tak ovlivnil všechny ukazatele. Výsledky likvidity jsou horší kvůli tomu, že podnik váže vysoké množství finančních prostředků v oběžném majetku. Ostatní ukazatele rentability, aktivity a zadluženosti vykazují až na rok 2009 přijatelné výsledky. Podnik používá při investicích do dlouhodobého majetku dlouhodobé bankovní úvěry, čímž splňuje zlaté pravidlo financování. Stejný scénář mají i souhrnné ukazatele, kdy u metody EVA je rok 2009 v červených číslech a Z-skóre upozorňuje na finanční problémy.

Klimatické podmínky můžeme těžko předvídat, ale jak je vidět, podnik je schopný čelit nepříznivým podmínkám a držet si tak finanční stabilitu. Proto předpokládám, že zavedený podnik XY bude fungovat i do budoucna.

8 FINANČNÍ PLÁN PODNIKU XY

Finanční plán podniku XY je zpracován na pětileté období 2012-2016 pomocí programu Stratex. Prognóza finančního plánu vychází ze strategické analýzy a strategie firmy.

8.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Pomocí programu sestavím plán dílčích položek výkazu zisků a ztrát na období 2012-2016.

Tržby za vlastní výroby a služby

Tržby se skládají z rostlinné výroby, živočišné výroby a služeb. Výši tržeb ovlivňují především klimatické podmínky, proto nelze s určitostí predikovat budoucí výši. V roce 2007 a 2011 podnik dosahoval oproti jiným rokům výrazně lepší výnosy. Rok 2012 ale kvůli holomrazům tak úspěšný určitě nebude. Podnik plánuje tržby ve výši kolem 34 milionů korun. Oproti roku 2012 podnik plánuje v dalších letech nárůst tržeb.

Tab. 31: Analýza tržeb za vlastní výroby a služby v tis. Kč (zdroj: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za vlastní výroby a služby	34 790	38 091	38 453	38 821	39 190

Výkony a výkonová spotřeba

Na výkonech se podílí tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, změna stavu zásob vlastní činnosti a aktivace. Výši aktivace podnik předpokládá na rok 2012 v hodnotě 1,9 mil. Kč a pro další roky se plánuje nepatrný nárůst o 0,05 %.

Výkonovou spotřebu tvoří spotřeba materiálu, energie a služby. Spotřeba materiálu se skládá z přímého materiálu (náhradní díly, hnojiva, osiva, atd.), ostatních nakupovaných výrobků a pohonných hmot. Spotřeba energie je z provozu jednotlivých budov a areálů. Služby zahrnují především náklady za veterináře, plemenáře, postřiky, služby v rostlinné výrobě (senážování, sušení a čištění obilí) a nájemné (z pronajatých pozemků). V případě spotřeby materiálu počítám se zvýšením o 1 %. V roce 2013 se plánuje mírný pokles cen elektřiny, nicméně podnik již má nakoupené dodávky elektřiny pro příští rok a pro období 2014-2016 předpokládám opět nárůst o 1 %. V případě služeb jsou největší položkou postřiky, u kterých předpokládám též meziroční růst o 1 %. Nájemné z pronajatých pozemků je na celé predikované období ve stejné výši, protože podnik XY má uzavřené smlouvy až do roku 2018 na částku 1000 Kč za hektar. Navýšení o jeden procentní bod především

z důvodu inflace je i v případě služeb za veterináře a služeb v rostlinné výrobě. Tabulka 32 zobrazuje prognózované hodnoty výkonů, výkonové spotřeby a jejich rozdíl, což je přidaná hodnota.

Tab. 32: Analýza výkonů a výkonové spotřeby v tis. Kč (zdroj: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Výkony	36 408	40 771	40 441	40 810	41 181
Tržby za vlastní výrobky a služby	34 790	38 091	38 453	38 821	39 190
Změna stavu zásob vlastní činnosti	-282	779	86	87	87
Aktivace	1 900	1 901	1 902	1 903	1 904
Výkonová spotřeba	26 150	26 737	26 982	27 230	27 480
Spotřeba materiálu	14 348	14 746	14 894	15 043	15 193
Spotřeba energie	652	665	678	692	706
Služby	11 150	11 326	11 410	11 495	11 581
Přidaná hodnota	10 258	14 035	13 459	13 581	13 701

Osobní náklady

Na celkových osobních nákladech se podílí mzdy, zákonné pojištění, příspěvek na penzijní připojištění a příspěvek na stravu. Podnik XY během následujících pěti let chce zachovat stejný počet zaměstnanců, jako doposud. Zaměstnanci jsou odměňováni na základě hodinové mzdy a v případě dobrého výsledku hospodaření podnik XY vyplácí zaměstnancům prémie. V predikci počítám s vývojem inflace. Sazba zákonného pojištění je stanovena u sociálního pojištění 25 % a u zdravotního pojištění 9 %. Podnik přispívá ve stejné výši na penzijní připojištění a dále přispívá 55 % na stravu. Viz tabulka níže.

Tab. 33: Analýza osobních nákladů v tis. Kč (zdroj: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Mzdy	7 600	7 752	7 907	8 065	8 226
Zákonné pojištění	2 584	2 636	2 688	2 742	2 797
Příspěvek na penzijní poj. a stravu	390	390	390	390	390
Osobní náklady	10 574	10 778	10 985	11 197	11 413

Daně a poplatky

Daně a poplatky tvoří daň z nemovitosti, z převodu nemovitosti, silniční daň a ostatní poplatky. Pro rok 2012 podnik předpokládá tyto náklady ve výši 350 tis. Kč. Hodnotu daní a poplatků lze těžko predikovat, proto pro roky 2013-2016 nechám konstantní hodnotu jako pro rok 2012 a to ve výši 350 tis. Kč.

Odpisy dlouhodobého majetku

Prognóza odpisů DHM je na základě odpisového plánu podniku XY. Podnik eviduje jak účetní, tak daňové odpisy, ale jejich rozdíl se zahrnuje až u daňového přiznání, proto pro plánování výkazu zisků a ztrát používám pouze účetní odpisy. Při výpočtu účetních odpisů podnik používá rovnoměrné sazby po celou dobu odepisování. Na celkové výši odpisů se podílí druhá odpisová skupina přibližně 82 %. Společnost plánuje v roce 2013 investici ve výši 2 mil. Kč, v roce 2014 ve výši 5 mil. Kč a v roce 2015 v hodnotě 3 mil. Kč. Všechny plánované investice budou do zemědělských strojů zařazených v druhé odpisové skupině. Níže plánované odpisy zahrnují i odpisy z nových investic.

Tab. 34: Analýza odpisů DHM v tis. Kč (zdroj: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Odpisy z DHM	3 797	3 699	4 312	3 992	3 951

Ostatní provozní výnosy a náklady

Mezi ostatní provozní výnosy patří dotace či pojistné plnění z případné pojistné události. Ostatní provozní náklady tvoří havarijní pojištění aut, pojištění zemědělských strojů a ostatní pojištění nemovitého majetku. Výši ostatních výnosů lze těžko odhadovat, protože společná zemědělská politika EU je naplánována do roku 2013 a zatím není známa forma dotací od roku 2014. Protože nelze předvídat ani klimatické podmínky, ani jiné příčiny škod, nelze predikovat výši pojistného plnění. Na základě uzavřených pojistných smluv, je vykázána výše provozních nákladů. Budu tedy počítat s fixní hodnotou, kterou podnik XY plánuje pro rok 2012.

Tab. 35: Analýza ostatních provozních výnosů a nákladů v tis. Kč (zdroj: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Ostatní provozní výnosy	8 500	8 500	8 500	8 500	8 500
Ostatní provozní náklady	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400

Výnosové a nákladové úroky

Výnosové úroky jsou pouze ze spořicího účtu podniku XY, ale výnos je tak v zanedbatelné výši, že i pro budoucí období se plánuje v nulové výši. Nákladové úroky jsou z dlouhodobých úvěrů, kterých má společnost několik při různých úrokových sazbách.

Ostatní finanční výnosy a náklady

Ostatní finanční výnosy má podnik XY z dotací úroků z úvěrů a pro budoucí období se předpokládají ve fixní výši 100 tis. Kč. Na ostatních finančních nákladech se podílí především bankovní poplatky, které plánují v konstantní hodnotě 60 tis. Kč.

Daň z příjmu

Výše daně z příjmu se odvíjí od dosaženého výsledku hospodaření. V predikcích se zatím nepočítá s růstem dani z příjmu, proto budu počítat na celé budoucí období s 19 % sazbou.

8.2 Plán rozvahy

Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý majetek je tvořen z větší části dlouhodobým hmotným majetkem. Odpisy jsou na základě odpisového plánu společnosti a výše plánovaných odpisů je uvedena v předchozí kapitole. Pokud to finanční situace podniku dovolí, snaží se pořizovat novější zemědělské stroje. Podnik proto plánuje v roce 2013, 2014 a 2015 realizovat investice do nákupu strojů v celkové výši 10 mil. Kč.

Oběžný majetek a krátkodobé závazky

Pro budoucí výpočet zásob, pohledávek a krátkodobých závazků budu vycházet z období 2007-2011. Pro výpočet použiji funkci medián, kterou na rozdíl od průměru neovlivní výrazné výkyvy v roce 2009. Podnik do budoucna neplánuje výrazné změny ve stavu zásob. Vysoké hodnoty u doby obratu zásob by se měl podnik snažit snižovat, ale vzhledem k tomu, že se jedná o zemědělský podnik, hodnoty budou vždy vyšší, než u jiných obchodních společností. Na predikované období tedy předpokládám fixní dobu obratu 130 dnů. Jak jsem již uvedla ve finanční analýze, podnik má téměř na stejné úrovni dobu obratu pohledávek a dobu obratu zásob. V predikci očekávám podobný vývoj, nicméně by pro podnik bylo dobré, kdyby dobu obratu závazků mírně navýšil. Dobu obratu pohledávek plánují na 46 dnů a dobu obratu závazků na 45 dnů. Viz tabulka analýzy doby obratu.

Tab. 36: Analýza doby obratu ve dnech (zdroj: vlastní propočty)

	2012	2013	2014	2015	2016
Doba obratu zásob (dny)	130	130	130	130	130
Doba obratu pohledávek (dny)	46	46	46	46	46
Doba obratu závazků (dny)	45	45	45	45	45

Finanční majetek společnosti zahrnuje peníze v hotovosti a peníze na běžném účtu. V pokladně se snaží podnik mít pouze potřebné množství a případné hotovostní výkyvy řeší výběrem z běžného účtu. Podnik neinvestuje do žádných cenných papírů na kapitálových trzích a v současné době má pouze spořicí účet, kde jsou přebytečné finanční prostředky zúročené. Ovšem už ve finanční analýze jsem zmínila, že podnik váže zbytečně velké množství ve finančních prostředcích, které by přitom mohl lépe zúročit. V zemědělském odvětví je období největších tržeb od srpna do prosince, proto by podnik mohl alespoň na část roku investovat přebytečné prostředky, které by byly určitě lépe zhodnoceny, než na spořicím účtu. Nicméně pro plánované období budu počítat s podobnými hodnotami, jako v předchozím pětiletém období.

Ostatní aktiva – časové rozlišení

Mezi náklady příštích období patří předplacené nájemné, pojistné a služby. Příjmy příštího období pak tvoří nevyplacené dotace. Náklady příštích období lze plánovat na přibližné úrovni jako doposud, ale nevyplacené dotace lze predikovat obtížně.

Vlastní kapitál

Základní kapitál závisí na hodnotě členských vkladů a v případě, že dojde k ukončení členství, vlastní kapitál se logicky snižuje. Pro rok 2013 by hodnota měla zůstat stejná, pro další roky budu předpokládat pro zjednodušení stejnou výši. Ostatní kapitálové fondy budou i v dalším období ve stejné výši (480 tis. Kč). Zákonný rezervní fond je již naplněn, proto i nadále bude ve výši 2199 Kč. Hospodářský výsledek minulých let je navyšován ziskem společnosti.

Cizí zdroje

S cizími zdroji jsou spojeny dlouhodobé bankovní úvěry. Těch má podnik přibližně kolem deseti, které průběžně splácí. V roce 2013, 2014 a 2015 podnik plánuje uzavřít další tři úvěry na nákup zemědělských strojů v celkové výši 10 mil. Kč s úrokovou sazbou 4,5 %. Úrokové sazby uzavřených bankovních úvěrů se pohybují v rozmezí od 4 do 6 % p.a. Společnost v současné době nebyla nucena čerpat kontokorentní úvěr, proto se s touto variantou ani do budoucna nepočítá a predikují pouze dlouhodobé bankovní úvěry.

Ostatní pasiva – časové rozlišení

Mezi výdaje příštího období patří například nevyplacené nájemné z pronájmu pozemků a nevyfakturované dodávky a služby. Pro stanovení prognózované výše budu vycházet z předchozího období.

8.3 Plán Cash-flow

Zjednodušený výkaz peněžních toků je vytvořen na základě finančního plánu rozvahy a výkazu zisků a ztrát. Všechny tyto finanční plány jsou uvedeny v příloze.

Finanční plán na pětileté období 2012-2016 je vytvořen na základě analýz a informací od vedení podniku. Pro sestavení účetních výkazů jsem vycházela z výsledků z minulého období. Dle provedených analýz konstatuji, že podnik splňuje předpoklad going concern a lze provést ocenění podniku XY pomocí výnosových metod.

9 OCENĚNÍ PODNIKU XY POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD

Pomocí programu Evalent sestavím nejprve náklady na kapitál a poté přejdu k jednotlivým výnosovým metodám pro určení hodnoty podniku XY.

Podnik by rád v budoucnu zrealizoval výstavbu bioplynové stanice s využitím cizích zdrojů, a proto vedení zajímá hodnota firmy. Ocenění bude provedeno k 1.1.2012 za použití těchto metod:

- metoda diskontovaného Cash Flow,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů.

9.1 Stanovení diskontní míry

Pro kalkulaci jednotlivých metod je nutné vymezit jednotlivé náklady. Nejprve se zaměřím na náklady na vlastní kapitál, cizí kapitál a z nich pak vypočtu průměrné vážené náklady na kapitál.

9.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Aby byla stanovena co možná nejpřesnější hodnota nákladů na vlastní kapitál, použiji dva modely – CAPM a stavebnicové modely.

- **Model CAPM**

K výpočtu tohoto modelu je nutné znát bezrizikovou míru, rizikovou prémii a hodnotu koeficientu beta.

Bezrizikovou výnosovou míru jsem stanovila ve výši 4,10 % na základě průměrné výnosnosti desetiletých státních dluhopisů České republiky k datu 31.12.2011 zveřejněné na stránkách ČNB.

Riziková prémie představuje rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu a bezrizikovou výnosovou sazbou. Pro její stanovení vycházím z ratingu České republiky, agentura Moody's stanovila ratingové hodnocení A1. Na webových stránkách A. Damodarana je uveden celkový součet rizikové premie země ve výši 7,28 % a riziková premie země ve výši 1,28 %. Riziková premie je tedy 8,56 %.

Prémii na specifické riziko stanovím jako střed intervalu možných hodnot (od 0 do 5 %), tzn. ve výši 3 %. Následující tabulka zobrazuje vstupní údaje pro stanovení nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 37: Vstupní údaje pro výpočet N_{VK} v % (vlastní zpracování)

Vstupní informace	%
Bezriziková výnosová míra	4,10
Riziková prémie	8,56
Prémie za specifické riziko	3,00
Průměrný podíl vlastního kapitálu v zobrazené historii	71,27
Průměrný podíl vlastního kapitálu v 1. fázi	80,52
Odhad podílu vlastního kapitálu ve 2. fázi	85,00
Průměrná sazba DP v historii	26,80
Průměrná sazba DP v 1. fázi	19,20
Odhad sazby DP ve 2. fázi	19,00

Program Evalent nabízí čtyři volby stanovení beta koeficientu:

1. Beta koeficient při existujícím zadlužení

Podnik XY neobchoduje na kapitálových trzích, proto jsem použila beta koeficient za odvětví zemědělství. Pro případnou nepřesnost odhadu této variantě přiřazuji nejnižší váhu 1.

Tab. 38: Beta koeficient při existujícím zadlužení (vlastní zpracování)

Koeficient při existujícím zadlužení	koeficient
Koeficient beta historický - při existujícím zadlužení	0,84
Koeficient beta pro 2. fázi	0,78
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	13,78 %

2. Beta koeficient při nulovém zadlužení

Tato varianta je podobná předchozí, ale beta koeficient je na úrovni nulového zadlužení firem v daném odvětví. I této variantě přiřazuji pouze váhu 1.

Tab. 39: Beta koeficient při nulovém zadlužení (vlastní zpracování)

Koeficient při existujícím zadlužení	koeficient
Koeficient beta při nulovém zadlužení	0,59
Koeficient beta pro 2. fázi	0,67
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	12,87 %

3. Beta koeficient na základě obchodního a finančního zadlužení

U této varianty je potřeba určit třídu obchodního rizika. Nabídka možné třídy je od 1 do 5. Zvolila jsem střední třídu 3, protože podnik XY je větší společností s cenovou pružností. Tato varianta je o něco přesnější než předchozí, proto přiděluji váhu 3.

Tab. 40: Beta koeficient na základě obchodního a finančního zadlužení
(vlastní zpracování)

Koeficient při existujícím zadlužení	koeficient
Bezriziková výnosová míra	4,10 %
Riziková prémie	8,56 %
Prémie za specifické riziko	3,00 %
Třída systematického obchodního rizika (1 až 5)	3
Korekce na základě obchodního rizika	0,00
Poměr cizího a vlastního kapitálu v 1. fázi	0,24
Poměr cizího a vlastního kapitálu ve 2. fázi	0,18
Korekce na základě finančního rizika pro 1. fázi	-0,08
Korekce na základě finančního rizika pro 2. fázi	-0,11
Koeficient beta pro 1. fázi	0,92
Koeficient beta pro 2. fázi	0,89
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	14,98 %
Náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi	14,70 %

4. Beta koeficient na základě expertního odhadu

Beta koeficient je odhadován na základě odborného odhadu za použití faktorů uvedených v tabulce 41. V tomto případě přiděluji váhu 2.

Tab. 41: Beta koeficient na základě expertního odhadu (vlastní zpracování)

Výsledky bodového ohodnocení rizikových faktorů	Obodování	Hodnocení
Citlivost na změnu hospodářského cyklu	1,50	Vysoká citlivost
Vyjednávací síla vůči dodavatelům	1,00	Síly jsou vyrovnané
Vyjednávací síla vůči odběratelům	1,50	Převaha odběratelů
Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	1,00	Průměrný
Míra zadlužení (poměr Cizí / Vlastní kapitál)	1,00	40 - 80%
Velikost podniku	1,00	Střední
Diverzifikace územní	1,00	Střední
Diverzifikace výrobková	1,50	Malá
Odhad koeficientu beta	1,19	
Bezriziková výnosová míra	4,10 %	
Riziková prémie	8,56 %	
Odhad koeficientu beta	1,19	
Náklady vlastního kapitálu	14,27 %	

- **Stavebnicové modely**

Model INFA

Tento model používá ministerstvo průmyslu a obchodu a na webových stránkách jsem vy počítala rentabilitu aktiv v odvětví. Model poskytuje údaje pouze do roku 2008, takže jsem pro další roky uvedla hodnotu na základě posledního údaje z roku 2008. U tohoto modelu použiji váhu 1 z důvodu vyšších odhadů.

Tab. 42: Stavebnicový model INFA v % (vlastní zpracování)

INFA	2007	2008	2009	2010	2011
Bezriziková výnosová míra	4,30	4,63	4,84	3,88	4,01
Rentabilita aktiv v průmyslu	10,41	10,00	10,00	10,00	10,00
Riziková prémie za likviditu akcií	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Prémie za podnikatelské riziko	0,00	0,00	4,53	0,00	0,00
Prémie za riziko z finanční nestability	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Prémie za riziko z finanční struktury	0,00	0,00	1,53	0,00	0,00
Riziková prémie celkem	5,00	5,00	11,06	5,00	5,00
Náklady vlastního kapitálu pro 1. fázi	9,30	9,63	15,90	8,88	9,01

Komplexní stavebnicová metoda (M&M)

Tato metoda je od autorů Maříka a Maříkové.

Na základě několika faktorů jsou u komplexních stavebnicových metod stanoveny náklady na vlastní kapitál. Oběma variantám dávám váhu 2.

Tab. 43: Komplexní stavebnicová metoda I (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	4,10 %
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	3,00
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4,00
Riziková prémie stanovená KSM I (M&M)	4,50 %
Náklady vlastního kapitálu	8,60 %

Komplexní stavebnicová metoda (Garnett & Hill)

Tab. 44: Komplexní stavebnicová metoda II (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra (b.v.m.)	4,10 %
Horní mez rizikové prémie jako násobek b.v.m.	3,00
Poměr vah podnikatelského k finančnímu riziku	4,00
Riziková prémie stanovená KSM II (Garnett & Hill)	4,93 %
Náklady vlastního kapitálu	9,03 %

Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál

Tabulka 45 zobrazuje vážený průměr nákladů na vlastní kapitál z výše uvedených metod, kterým byly přiřazeny konkrétní váhy na základě míry odhadu.

Tab. 45: Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

Vážený průměr nákladů VK	Váhy	%
Znalost beta koeficientu při existujícím zadlužení	1,00	13,78
Znalost beta koeficientů při nulovém zadlužení	1,00	12,87
Na základě odhadu obchodního a finančního rizika	3,00	14,70
Expertní odhad koeficientu beta	2,00	14,27
Model INFA (MPO ČR)	1,00	12,72
Komplexní stavebnicová metoda I (M&M)	2,00	8,60
Komplexní stavebnicová metoda II (Garnett & Hill)	2,00	9,03
Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu		12,27 %

9.1.2 Náklady na cizí kapitál

Podnik XY čerpá několik dlouhodobých bankových úvěrů a v příštích letech si chce vzít další úvěry na pořízení dlouhodobého majetku, kde plánuje úrokovou sazbu 4,5 %. U starších úvěrů je úrok kolem 4 – 6 %, proto budu pro účel ocenění počítat s náklady na cizí kapitál ve výši 5,5 %.

9.1.3 Průměrné vážené náklady na kapitál (WACC)

Tab. 46: Vážené průměrné náklady na kapitál (vlastní zpracování)

Podíl vlastního kapitálu	85,00 %
Náklady vlastního kapitálu - Vážený průměr dílčích modelů	12,27 %
Podíl cizího kapitálu	15,00 %
Náklady cizího kapitálu - jednotná úroková míra	5,50 %
Sazba daně z příjmů	19,00 %
Vážené průměrné náklady kapitálu	11,10 %

9.2 Ocenění metodou DCF

Metoda diskontovaných cash flow je založena na odhadech budoucích peněžních toků plynoucích z podnikání. Ocenění provedu jak metodou FCFF, tak FCFE.

Obě metody vycházejí z korigovaného provozního výsledku po zdanění, který je upravený o nepotřebná aktiva. Teoretický podklad je uveden v podkapitole 4.1.1.

Podnik XY nemá pořízen žádný majetek formou leasingu, takže není potřeba hodnoty nějak upravovat. Hodnota neoperativních aktiv je pouze z budov, které podnik už nevyužívá ke své činnosti.

Tab. 47: Údaje pro metody diskontovaných CF (vlastní zpracování)

Podíl vlastního kapitálu ve 2. fázi	85,00 %
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	12,27 %
Náklady cizího kapitálu ve 2. fázi	5,50 %
Sazba daně z příjmů ve 2. fázi	19,00 %
Vážené průměrné náklady kapitálu ve 2. fázi	11,10 %
Hodnota neprovozních aktiv	553 000 Kč
Cizí úročený kapitál	9 724 000 Kč

9.2.1 Metoda FCFF (Free cash flow to firm)

U metody FCFF se používá volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele, proto je diskontní míra na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál. Z výše uvedené tabulky (Tab. 47) je patrné, že WACC jsou ve výši 11,10 %.

V tabulce 48 je uvedeno ocenění podniku XY metodou FCFF. V první části je uvedena hodnota 2. fáze založená na perpetuitě (nekonečně dlouhá řada volného peněžního toku). Tempo růstu odpovídá rentabilitě vlastního kapitálu, což je v případě podniku hodnota 6,5 %. Provozní hodnota firmy je součet první a druhé fáze. Výslednou hodnotu získáme, když k provozní hodnotě firmy připočteme neprovozní aktiva. Hodnota vlastního kapitálu se vypočítá jako rozdíl výsledné hodnoty firmy a úročených cizích zdrojů (viz Tab. 47).

Hodnota podniku založená na likvidační hodnotě je stanovena na základě odhadu likvidační metody. Hodnotu 2. fáze dostaneme tak, že likvidační hodnotu vynásobíme diskontním faktorem posledního roku plánu, což je 0,625. K provozní hodnotě firmy připočteme neprovozní aktiva a získáme výslednou hodnotu. Výpočet vlastního kapitálu je identický jako

u předchozí hodnoty, tzn. že od výsledné hodnoty firmy odečteme cizí úročené zdroje a dostaneme hodnotu 64 417 tis. Kč.

Metoda FCFF je založená na účetní hodnotě, která je očištěná o provozně nepotřebný dlouhodobý majetek 2. fáze. Výsledná hodnota firmy a hodnota vlastního kapitálu jsou na stejném principu, jako předchozí hodnoty, tzn. že nejprve přičteme neprovozní aktiva a poté odečteme úročené cizí zdroje.

Tab. 48: Ocenění podniku metodou FCFF (vlastní zpracování)

Hodnota 2. fáze z perpetuity	tis. Kč
Volný peněžní tok v roce 2016 (v posledním roce plánu)	5 271
Zadané tempo růstu volného peněžního toku ve 2. fázi	6,50 %
Hodnota 1. fáze	18 162
Hodnota 2. fáze	76 251
Provozní hodnota firmy	94 413
Výsledná hodnota firmy	94 966
Hodnota vlastního kapitálu	85 242
Hodnota 2. fáze z likvidační hodnoty	tis. Kč
Likvidační hodnota	88 690
Hodnota 1. fáze	18 162
Hodnota 2. fáze	55 426
Provozní hodnota firmy	73 588
Výsledná hodnota firmy	74 141
Hodnota vlastního kapitálu	64 417
Hodnota 2. fáze založená na účetní hodnotě firmy	tis. Kč
Účetní hodnota v posledním roce plánu (2016)	86 597
Hodnota provozně nepotřebného inv. majetku pro 2. fázi	19
Korigovaná účetní hodnota firmy v posledním roce plánu	86 578
Hodnota 1. fáze	18 162
Hodnota 2. fáze	54 106
Provozní hodnota firmy	72 268
Výsledná hodnota firmy	72 821
Hodnota vlastního kapitálu	63 097

9.2.2 Metoda FCFE (Free cash flow to equity)

Oproti metodě FCFF je zde oceňován pouze vlastní kapitál. Volné peněžní prostředky jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu, který je vyčíslený u kapitoly 9.1.1. (průměrné vážené náklady na vlastní kapitál jsou pro 2. fázi ve výši 12,27 %).

Tab. 49: Ocenění podniku metodou FCFE (vlastní zpracování)

Hodnota 2. fáze metodou FCFE	tis. Kč
Volný peněžní tok v posledním roce plánu (2016)	3 078
Tempo růstu volného peněžního toku pro 2. fázi	6,50 %
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	12,27 %
Hodnota 1. fáze	20 109
Hodnota 2. fáze	31 898
Provozní hodnota vlastního kapitálu	52 008
Hodnota neprovozních aktiv	553
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	52 561
Cizí úročený kapitál	9 724
Výsledná hodnota firmy	62 285

Provozní hodnota vlastního kapitálu je dána součtem hodnot první a druhé fáze. Připočtením neprovozních aktiv získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu ve výši 52 561 tis. Kč.

9.3 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Teoretický podklad k metodě kapitalizovaných čistých výnosů je uveden v kapitole 4.1.2. Při použití této metody je současná hodnota budoucích zisků odhadována z historických dat. Výchozí hodnotou jsou budoucí výsledky hospodaření (odnímatelný čistý výnos). Pro výpočet hodnoty vycházím z upraveného hospodářského výsledku před zdaněním sníženého o nákladové úroky. Výpočet výnosové metody lze provést buď paušální, nebo analytickou metodou.

9.3.1 Analytická metoda

Ocenění je na základě předpovědi budoucích výsledků hospodaření. Hodnota první fáze vychází z posledního roku finančního plánu a hodnota druhé fáze je čistý výnos zvýšený o tempo růstu. Součtem první a druhé fáze dostaneme provozní hodnotu vlastního kapitálu, kterou následně upravíme o hodnotu neoperativních aktiv a tím získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Ocenění vlastního kapitálu je ve výši 54 495 tis. Kč (viz tab. 50).

Tab. 50: Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů – analytická metoda
(vlastní zpracování)

Analytická metoda	tis. Kč
Odnímatelný čistý výnos v posledním roce plánu (2016)	3 929
Tempo růstu KOČV ve 2. fázi	6,50 %
Náklady vlastního kapitálu ve 2. fázi	12,27
Hodnota 1. fáze	13 231
Hodnota 2. fáze	40 711
Provozní hodnota vlastního kapitálu	53 942
Hodnota neprovozních aktiv	553
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	54 495
Cizí úročený kapitál	9 724
Výsledná hodnota firmy	64 219

9.3.2 Paušální metoda

Paušální metoda je na rozdíl od analytické metody založena na minulých výsledcích a na jejich základě prognózuje odnímatelný čistý výnos do budoucnosti. Program Evalent k prognóze využívá váhy. Nejnižší váhu jsem stanovila k roku 2009 a 2011 z důvodu pravděpodobného zkrácení výsledků. V roce 2009 byly velmi nízké zisky kvůli krizi a nepříznivým klimatickým podmínkám. V roce 2011 byly nejvyšší zisky z celé historie podniku. Při výpočtu je použita diskontní sazba na úrovni nákladů na vlastní kapitál. Provozní hodnota vlastního kapitálu je vypočtená tak, že vážený odnímatelný čistý výnos je vydělen diskontní sazbou. Po připočtení neprovozních aktiv k provozní hodnotě vlastního kapitálu dostaneme výslednou hodnotu vlastního kapitálu ve výši 52 809 tis. Kč.

Tab. 51: Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů – paušální metoda
(vlastní zpracování)

Paušální metoda	tis. Kč
Vážený odnímatelný čistý výnos	5 219
Diskontní sazba	12,27 %
Provozní hodnota vlastní kapitálu	42 532
Hodnota neprovozních aktiv	553
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	43 085
Cizí úročený kapitál	9 724
Výsledná hodnota firmy	52 809

9.4 Syntéza výsledků výnosových metod oceňování

Při oceňování podniku je doporučováno použít nejméně dvě oceňovací metody, aby bylo dosaženo co možná nejpřesnějšího výsledku. Každá metoda pracuje na jiné bázi, proto je potřeba zvolit takovou metodu, která bude vhodná pro daný podnik a jeho cíl. Následující tabulka zobrazuje syntézu použitých metod a výslednou hodnotu k datu ocenění.

Tab. 52: Výsledná hodnota podniku XY v tis. Kč (vlastní zpracování)

Výnosové oceňovací metody	Hodnota 1. fáze	Hodnota 2. fáze	Výsledná hodnota firmy	Hodnota VK	Váhy	Váhy * hodnota VK
FCFF - perpetuita	18 162	76 251	94 966	85 242	2	170 484
FCFF - likvidační hodnota	18 162	55 426	74 141	64 417	1	64 417
FCFF - účetní hodnota	18 162	54 106	72 821	63 097	1	63 097
FCFE	20 109	31 898	62 285	52 561	2	105 122
KČV - analytická metoda	13 231	40 711	64 219	54 495	2	108 990
KČV - paušální metoda			52 809	43 085	1	43 085
Výsledná tržní hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2012						61 688

Použila jsem výnosové metody free cash flow to firm, free cash flow equity a metodu kapitalizovaných čistých výnosů – analytickou i paušální. Pro výslednou hodnotu oceňovaného podniku jsem zvolila pro jednotlivé metody váhy.

Nejnižší váhy jsem stanovila metodě FCFF založené na likvidační hodnotě a na účetní hodnotě, protože jsou založené na diskontovaných cash flow a neuvažují s budoucí výnosností firmy. Paušální metodě kapitalizovaných čistých výnosů je též přiřazena nízká váha, a to z toho důvodu, že vychází z historických dat.

Naopak vyšší váhy jsou přiřazené metodě FCFF na základě perpetuity a metodě FCFE. Vyšší ohodnocení vychází z toho, že metody zohledňují růstový potenciál podniku, a totéž platí pro případ analytické metody kapitalizovaných čistých výnosů.

Po přiřazení vah k jednotlivým hodnotám vlastního kapitálu, získáme výsledné ocenění podniku XY k 1.1.2012 ve výši 61 688 tis. Kč.

ZÁVĚR

Cílem diplomového projektu bylo stanovení tržní hodnoty podniku XY k 1.1.2012. K dosažení tohoto cíle bylo zapotřebí detailně analyzovat podnik.

Nejprve byla sestavena strategická analýza, která byla zaměřena na makroprostředí, mikroprostředí a prognózu tržeb. Vývoj světových trhů má vliv na ceny komodit, proto byla zpracována jak historická, tak predikovaná data. Hodnocení podniku v oblasti konkurenčního prostředí vyšlo jako lepší průměr. Tržby podniku XY jsou tvořeny především z rostlinné a živočišné výroby a na celkových tržbách se podílí hlavně produkce rostlinné výroby.

Zpracování finanční analýzy bylo provedeno na bázi absolutních, poměrových a souhrnných ukazatelů. Nepříznivým výsledkem byla analýza likvidity, která dosahuje velmi vysokých hodnot. Což je dáno tím, že podnik XY váže velké množství peněžních prostředků v zásobách. Jinak kromě krizového roku 2009 podnik dosahoval slušných výsledků, čemuž odpovídá i ukazatel ekonomicky přidané hodnoty.

Poté jsem přešla k dalšímu kroku, a to sestavení finančního plánu na období 2012-2016. Finanční plán byl zpracován za použití softwaru Stratex-R a výstupem jsou účetní výkazy rozvaha, výkaz zisků a ztrát a cash flow na predikované období.

Na základě finanční analýzy a finančního plánu byl splněn předpoklad trvání podniku do budoucna, takže jsem přešla k samotnému oceňování podniku. Na začátku jsem stanovila vážené náklady na vlastní kapitál za použití několika modelů (CAPM a stavebnicové modely). Vážené náklady na vlastní kapitál byly stanoveny ve výši 12,27 % a WACC ve výši 11,10 %. Z výnosových metod jsem zvolila metodu diskontovaných peněžních toků Free cash flow to firm (FCFF) a Free cash flow to equity (FCFE). Pro přesnější výsledky jsem zvolila ještě další dvě oceňovací metody, a to analytickou a paušální metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Po vyčíslení první a druhé fáze jednotlivých oceňovacích metod jsem přešla k syntéze výsledků a na základě přidělených vah jsem získala výslednou hodnotu podniku XY, která je stanovená k 1.1.2012 ve výši 61 688 tis. Kč.

Na základě mého subjektivního názoru považuji cíl práce za splněný a doufám, že tento výsledek bude v případě zrealizování investice do vybudování bioplynové stanice pro firmu přínosem.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- DLUHOŠOVÁ, Dana at al., 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-68-2.
- FOTR, Jiří, 1999. *Strategické finanční plánování*. Praha: Grada Publishing. ISBN 80-7169-694-3.
- HÁLEK, Vítězslav, 2009. *Oceňování majetku v praxi*. 1. vyd. Bratislava: DonauMedia. ISBN 978-80-89364-07-7.
- HITCHNER, James, 2003. *Financial Valuation*. 1. vyd. New Jersey: John Wiley & Sons. ISBN 0471061387.
- KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck, 2. přepr. a rozš. vyd. ISBN 80-7179-529-1.
- KNÁPKOVÁ Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ, 2010. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3349-4.
- KRABEC, Tomáš, 2009. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MAŘÍK, Miloš at al. 2011. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress. ISBN 978-80-86929-67-5.
- NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. Praha: Grada. ISBN 80-247-0125-1.
- PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství. ISBN 80-86131-63-7.
- SABOLOVIČ, Mojmir, 2008. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Brno: Rašínova vysoká škola. ISBN 978-80-87001-13-4.
- SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA, 2006. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-3671.

Internetové zdroje:

ČESKO. MINISTERSTVO FINANČÍ. MF: Ministerstvo financí [online] MF, ©2012 [cit. 2012-06-03]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html

ČESKO. MINISTERSTVO ZEMĚDĚLSTVÍ. MZe: Ministerstvo zemědělství [online] MZe, ©2012 [cit. 2012-06-15]. Dostupné z: <http://eagri.cz/public/web/mze/ministerstvo-zemedelstvi/vyrocní-a-hodnotící-zpravy/zpravy-o-stavu-zemedelstvi/>

FOLTÝN, Ivan. *Predikce rentability zemědělských komodit do roku 2014*. Česká republika. Certifikovaná metodika ÚZEI, Praha 2010. Dostupné z: <http://www.uzei.cz/left-menu/publikacni-cinnost/metodiky/Methodika-rentability.pdf>

Ekonomický slovník [online] ©2012 [cit. 2012-05-20]. Dostupné z: <http://www.ekonomickyslovník.cz/?p=814>

Znalecký a oceňovací ústav s.r.o. [online] ©2010 [cit. 2012-05-20]. Dostupné z: <http://www.znalecky.cz/dulezite-informace/slovnicek-pojmu/#D>

Finanční analýza [online] ©2011 [cit. 2012-05-28]. Dostupné z: <http://financni-analyza.webnode.cz/ukazatele-aktivity/>

Zemědělská účetní datová síť ČR [online] ©2012 [cit. 2012-06-04]. Dostupné z: http://www.vsbox.cz/fadn/HTM/DATA_10_C.htm

Český statistický úřad [online] ©2012 [cit. 2012-06-09]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/produkty.nsf/podskupinadruh?openform&:2012+d-E_5.02

Vláda ČR [online] ©2012 [cit. 2012-07-25]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/media-centrum/aktualne/usporna-opatreni-vlady-pro-roky-2013-az-2015-94630/>

Česká národní banka [online] ©2012 [cit. 2012-08-01]. Dostupné z:
[http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=375
&p_strid=EBA&p_lang=CS](http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=375&p_strid=EBA&p_lang=CS)

A. Damodaran [online] ©2012 [cit. 2012-08-01]. Dostupné z:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

APV	Upravená současná hodnota
ATP	Teorie arbitrážního oceňování
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Peněžní toky
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	Čistý výnos
DCF	Diskontované peněžní toky
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
EAT	Čistý zisk po zdanění
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
EU	Evropská unie
EVA	Ekonomicky přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
HDP	Hrubý domácí produkt
KČV	Kapitalizovaný čistý výnos
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFCR	Ministerstvo financí České republiky
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	Tržní přidaná hodnota
MZe	Ministerstvo zemědělství
NOA	Čistá provozní aktiva

NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
N_{VK}	Náklady na vlastní kapitál
OA	Oběžná aktiva
OZ	Obchodní zákoník
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
ÚZEI	Ústav zemědělské ekonomiky a informací
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
VŠPS	Výběrové šetření pracovních sil
WACC	Průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>OBR. 1: ANALÝZA VÝVOJE POTENCIÁLU PODNIKU</i>	23
<i>OBR. 2: STRUKTURA STRATEGICKÉHO PLÁNU</i>	29
<i>OBR. 3: POSTUP SOUHRNNÉHO OCENĚNÍ</i>	43
<i>OBR. 4: ORGANIZAČNÍ STRUKTURA ZEMĚDĚLSKÉHO PODNIKU</i>	45
<i>OBR. 5: HRUBÝ REÁLNÝ DOMÁCÍ PRODUKT V JEDNOTLIVÝCH LETECH</i>	49
<i>OBR. 6: VÝVOJ SPOTŘEBITELSKÝCH CEN V %</i>	49
<i>OBR. 7: MÍRA NEZAMĚSTNANOSTI V %</i>	50
<i>OBR. 8: PRŮMĚRNÁ ÚROVEŇ VZDĚLÁNÍ V PODNIKU XY V %</i>	52
<i>OBR. 9: GRAF ROSTLINNÉ A ŽIVOČIŠNÉ PRODUKCE V LETECH 2007-2011</i>	55
<i>OBR. 10: SWOT ANALÝZA PODNIKU XY</i>	57
<i>OBR. 11: PROGNÓZA TRŽEB ROSTLINNÉ VÝROBY PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016 V KČ</i>	62
<i>OBR. 12: PROGNÓZA CELKOVÝCH TRŽEB PODNIKU XY NA OBDOBÍ 2012-2016 V %</i>	64
<i>OBR. 13: ANALÝZA AKTIV ROZVAHY V TIS. KČ</i>	66
<i>OBR. 14: ANALÝZA PASIV ROZVAHY V TIS. KČ</i>	67

SEZNAM TABULEK

TAB. 1: PRAVIDLO PRO PÁROVÁNÍ VÝNOSU A DISKONTNÍ MÍRY.....	20
TAB. 2: VÝPOČET KORIGOVANÉHO PROVOZŇÍHO VÝSLEDKU HOSPODAŘENÍ.....	27
TAB. 3: SCHÉMA VÝPOČTU VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU METODOU DCF ENTITY	31
TAB. 4: SCHÉMA VÝPOČTU VOLNÉHO PENĚŽNÍHO TOKU METODOU DCF EQUITY	34
TAB. 5: SCHÉMA VÝPOČTU EVA ENTITY	37
TAB. 6: DŮLEŽITÉ MAKROEKONOMICKÉ UKAZATELE A JEJICH VÝVOJ	50
TAB. 7: HOSPODÁŘSKÉ VÝSLEDKY V LETECH 2007-2009 V MLD. KČ	54
TAB. 8: ZEMĚDĚLSKÁ PRODUKCE ČR V MIL. KČ (VE STÁLÝCH CENÁCH ROKU 2000).....	55
TAB. 9: KONKURENČNÍ SÍLA PODNIKU	56
TAB. 10: TRŽBY ZA PŠENICI PODNIKU XY V LETECH 2007-2011	58
TAB. 11: PROGNÓZA TRŽEB PŠENICE PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016.....	58
TAB. 12: TRŽBY ZA JEČMEN PODNIKU XY V LETECH 2007-2011.....	59
TAB. 13: PROGNÓZA TRŽEB JEČMENE PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016	59
TAB. 14: TRŽBY ZA ŘEPKU PODNIKU XY V LETECH 2007-2011	60
TAB. 15: PROGNÓZA TRŽEB ŘEPKY PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016.....	60
TAB. 16: TRŽBY ZA BRAMBORY PODNIKU XY V LETECH 2007-2011	61
TAB. 17: PROGNÓZA TRŽEB BRAMBOR PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016.....	61
TAB. 18: PROGNÓZA TRŽEB ROSTLINNÉ VÝROBY PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016 V KČ.....	61
TAB. 19: TRŽBY ZA MLÉKO V LETECH 2007-2011	62
TAB. 20: PROGNÓZA TRŽEB MLÉKA PRO OBDOBÍ 2012-2016	63
TAB. 21: TRŽBY ZA SKOT V LETECH 2007-2011	63
TAB. 22: PROGNÓZA TRŽEB ŽIVOČIŠNÉ VÝROBY PODNIKU XY PRO OBDOBÍ 2012-2016 V KČ.....	63
TAB. 23: TRŽBY Z PRODEJE SLUŽEB V LETECH 2007-2011	63
TAB. 24: PROGNÓZA CELKOVÝCH TRŽEB PODNIKU XY NA OBDOBÍ 2012-2016 V KČ	64
TAB. 25: ANALÝZA LIKVIDITY PODNIKU XY	68
TAB. 26: ANALÝZA RENTABILITY PODNIKU XY	69
TAB. 27: ANALÝZA AKTIVITY PODNIKU XY	70
TAB. 28: ANALÝZA ZADLUŽENOSTI PODNIKU XY	71
TAB. 29: EVA PODNIKU XY V TIS. KČ	72
TAB. 30: Z-SKÓRE PODNIKU XY	73
TAB. 31: ANALÝZA TRŽEB ZA VLASTNÍ VÝROBKY A SLUŽBY V TIS. KČ	74
TAB. 32: ANALÝZA VÝKONŮ A VÝKONOVÉ SPOTŘEBY V TIS. KČ	75
TAB. 33: ANALÝZA OSOBNÍCH NÁKLADŮ V TIS. KČ	75
TAB. 34: ANALÝZA ODPISŮ DHM V TIS. KČ	76
TAB. 35: ANALÝZA OSTATNÍCH PROVOZŇÍCH VÝNOSŮ A NÁKLADŮ V TIS. KČ	76
TAB. 36: ANALÝZA DOBY OBRATU VE DNECH	77
TAB. 37: VSTUPNÍ ÚDAJE PRO VÝPOČET N_{VK} V %	81
TAB. 38: BETA KOEFICIENT PŘI EXISTUJÍCÍM ZADLUŽENÍ	81

TAB. 39: BETA KOEFICIENT PŘI NULOVÉM ZADLUŽENÍ	81
TAB. 40: BETA KOEFICIENT NA ZÁKLADĚ OBCHODNÍHO A FINANČNÍHO ZADLUŽENÍ	82
TAB. 41: BETA KOEFICIENT NA ZÁKLADĚ EXPERTNÍHO ODHADU	82
TAB. 42: STAVEBNICOVÝ MODEL INFA V %	83
TAB. 43: KOMPLEXNÍ STAVEBNICOVÁ METODA I	83
TAB. 44: KOMPLEXNÍ STAVEBNICOVÁ METODA II	83
TAB. 45: VÁŽENÝ PRŮMĚR NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL	84
TAB. 46: VÁŽENÉ PRŮMĚRNÉ NÁKLADY NA KAPITÁL	84
TAB. 47: ÚDAJE PRO METODY DISKONTOVANÝCH CF	85
TAB. 48: OCENĚNÍ PODNIKU METODOU FCFF	86
TAB. 49: OCENĚNÍ PODNIKU METODOU FCFE	87
TAB. 50: OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ – ANALYTICKÁ METODA	88
TAB. 51: OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ – PAUŠÁLNÍ METODA	88
TAB. 52: VÝSLEDNÁ HODNOTA PODNIKU XY V TIS. KČ	89
TAB. 53: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2007-2011 V TIS. KČ	100
TAB. 54: AKTIVA ROZVAHY 2007-2011 V TIS. KČ	101
TAB. 55: PASIVA ROZVAHY 2007-2011 V TIS. KČ	102
TAB. 56: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA AKTIV ROZVAHY 2007-2011	103
TAB. 57: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA PASIV ROZVAHY 2007-2011	103
TAB. 58: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY 2007-2011	104
TAB. 59: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT 2007-2011	105
TAB. 60: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT 2007-2011	105
TAB. 61: FINANČNÍ PLÁN VÝKAZU ZISKŮ A ZTRÁT 2012-2016 V TIS. KČ	106
TAB. 62: FINANČNÍ PLÁN ROZVAHY 2012-2016 V TIS. KČ	107
TAB. 63: FINANČNÍ PLÁN PENĚŽNÍCH TOKŮ 2007-2016 V TIS. KČ	108
TAB. 64: PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL V TIS. KČ	109
TAB. 65: OCENĚNÍ NEPROVOZNÍCH AKTIV V TIS. KČ	110
TAB. 66: VOLNÝ PENĚŽNÍ TOK PRO VLASTNÍKY A VĚŘITELE (FCFF) V TIS. KČ	110
TAB. 67: KOREKCE PROVOZNÍHO HOSPODÁŘSKÉHO VÝSLEDKU V TIS. KČ	111
TAB. 68: VOLNÝ PENĚŽNÍ TOK PRO VLASTNÍKY (FCFE) V TIS. KČ	111
TAB. 69: ÚPRAVA PROVOZNÍHO HV PRO PAUŠÁLNÍ METODU V TIS. KČ	112
TAB. 70: PLÁNOVANÉ ODNÍMATELNÉ ČISTÉ VÝNOSY V TIS. KČ	112

SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha PI: Výkaz zisků a ztrát 2007-2011
- Příloha PII: Aktiva rozvahy 2007-2011
- Příloha PIII: Pasiva rozvahy 2007-2011
- Příloha PIV: Horizontální analýza rozvahy 2007-2011
- Příloha PV: Vertikální analýza rozvahy 2007-2011
- Příloha PVI: Vertikální analýza VZZ 2007-2011
- Příloha PVII: Finanční plán VZZ 2012-2016
- Příloha PVIII: Finanční plán Rozvahy 2012-2016
- Příloha PVIX: Finanční plán Cash-Flow 2012-2016
- Příloha PVX: Modely pro ocenění podniku v programu Evalent

PŘÍLOHA P I: VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT 2007-2011

Tab. 53: Výkaz zisků a ztrát 2007-2011 v tis. Kč (interní materiály)

a	b	Běžné účetní období				
		2007	2008	2009	2010	2011
II.	Výkony	40 441	38 674	25 139	31 952	43 464
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	37 298	33 720	27 393	29 211	40 308
II. 2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 254	2 403	-4 774	869	1 287
II. 3.	Aktivace	1 889	2 551	2 520	1 872	1 869
B.	Výkonová spotřeba	22 304	25 748	19 935	19 430	25 897
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	12 580	15 295	10 697	10 233	14 804
B. 2.	Služby	9 724	10 453	9 238	9 197	11 093
+	Přidaná hodnota	18 137	12 926	5 204	12 522	17 567
C.	Osobní náklady	12 117	13 007	10 321	9 012	10 858
C. 1.	Mzdové náklady	8 842	9 410	7 633	6 603	7 900
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3 074	3 230	2 357	2 101	2 568
C. 4.	Sociální náklady	201	367	331	308	390
D.	Daně a poplatky	472	435	425	392	328
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3 383	4 221	4 526	4 673	4 618
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 221	1 092	909	797	961
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 064	797	780	702	829
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	157	295	129	95	132
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	645	554	812	495	539
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	534	474	743	426	425
F. 2.	Prodaný materiál	111	80	69	69	114
G.	Zm. stavu rezerv a opr. položek v provozní oblasti a komplexních nákl. příštích obd.	3 422	-5 555	-2 200	-2 502	10
IV.	Ostatní provozní výnosy	10 100	9 374	10 823	9 618	9 111
H.	Ostatní provozní náklady	1 152	1 316	1 328	1 690	1 355
*	Provozní výsledek hospodaření	8 267	9 414	1 724	9 177	9 931
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve finanční oblasti	0	0	10	0	0
X.	Výnosové úroky	3	11	1	0	0
N.	Nákladové úroky	650	793	845	1 010	833
XI.	Ostatní finanční výnosy	157	303	212	163	72
O.	Ostatní finanční náklady	84	51	42	72	52
*	Finanční výsledek hospodaření	-574	-530	-684	-919	-813
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 402	1 913	85	1 559	1 716
Q. 1.	-splatná	1 381	1 581	35	1 472	1 461
Q. 2.	-odložená	21	332	50	87	255
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	6 291	6 971	955	6 699	7 402
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	6 291	6 971	955	6 699	7 402
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	7 693	8 884	1 040	8 258	9 118

PŘÍLOHA P II: AKTIVA ROZVAHY 2007-2011

Tab. 54: Aktiva rozvahy 2007-2011 v tis. Kč (interní materiály)

označ. a	AKTIVA b	Běžné účetní období				
		2007	2008	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	60 659	63 184	57 382	58 671	69 874
B.	Dlouhodobý majetek	35 597	40 015	41 643	38 566	44 075
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	35 035	39 453	41 091	38 014	43 522
B. II. 1.	Pozemky	2 981	3 574	3 734	3 885	5 263
2.	Stavby	15 945	15 432	23 494	22 834	22 446
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	13 331	11 797	11 145	8 811	13 602
5.	Dospělá zvířata a jejich skupiny	2 603	2 813	2 674	2 440	2 209
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	11	5 783	44	44	2
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	55	0	0	0	0
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	109	54	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	562	562	552	552	553
B. III. 3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	562	562	552	552	553
C.	Oběžná aktiva	24 378	22 703	15 250	20 074	24 083
C. I.	Zásoby	13 655	14 606	10 203	11 510	13 134
C. I. 1.	Materiál	2 756	946	923	1 361	1 701
2.	Nedokončená výroba a polotovary	3 599	4 207	2 501	2 840	3 978
3.	Výrobky	3 930	6 266	4 310	4 680	4 518
4.	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	3 370	3 187	2 469	2 629	2 937
C. III.	Krátkodobé pohledávky	5 131	4 717	3 265	4 297	4 048
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 373	3 118	1 491	2 431	2 197
6.	Stát - daňové pohledávky	1 671	471	577	194	755
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	102	36	43	65	61
8.	Dohadné účty aktivní	985	1 092	1 149	1 362	379
9.	Jiné pohledávky	0	0	5	245	656
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	5 592	3 380	1 782	4 267	6 901
C. IV. 1.	Peníze	27	3	101	138	52
2.	Účty v bankách	5 565	3 377	1 681	4 129	6 849
D.	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	684	466	489	31	1 716
D. I.	Časové rozlišení	684	466	489	31	1 716
D. I. 1.	Náklady příštích období	376	466	489	31	693
2.	Příjmy příštích období	308	0	0	0	1 023

PŘÍLOHA P III: PASIVA ROZVAHY 2007-2011

Tab. 55: Pasiva rozvahy 2007-2011 v tis. Kč (interní materiály)

označ. a	PASIVA b	Běžné účetní období				
		2007	2008	2009	2010	2011
	PASIVA CELKEM	60 659	63 184	57 382	58 671	69 874
A.	Vlastní kapitál	25 442	32 187	32 123	38 582	45 984
A. I.	Základní kapitál	9 264	9 130	8 525	8 313	8 313
A. I. 1.	Základní kapitál	9 264	9 130	8 525	8 313	8 313
A. II.	Kapitálové fondy	480	480	480	480	480
A. II. 1.	Emisní ážio					
2.	Ostatní kapitálové fondy	480	480	480	480	480
A. III.	Fondy ze zisku	9 513	15 698	22 577	23 118	29 789
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	2 199	2 199	2 199	2 199	2 199
2.	Statutární a ostatní fondy	7 314	13 499	20 378	20 919	27 590
A. IV.	Hospodářský výsledek minulých let	-106	-92	-414	-28	0
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	0				
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-106	-92	-414	-28	0
A. V.	Hospodářský výsledek běžného účetního období (+/-)	6 291	6 971	955	6 699	7 402
B.	Cizí zdroje	35 152	30 879	25 127	19 873	23 789
B. I.	Rezervy	10 364	4 756	2 502	0	0
B. I. 1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	10 364	4 756	2 502	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	5 290	4 405	4 152	3 529	8 629
B. II. 9.	Jiné závazky	3 598	2 381	2 078	1 368	6 213
10.	Odložený daňový závazek	1 692	2 024	2 074	2 161	2 416
B. III.	Krátkodobé závazky	5 686	5 211	1 267	3 254	5 436
B. III. 1.	Závazky z obchodního styku	2 421	2 424	548	451	1 087
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	580	586	164	385	691
5.	Závazky k zaměstnancům	155	152	51	96	214
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	577	541	127	319	692
7.	Stát - daňové závazky a dotace	1 188	717	12	1 517	602
10.	Dohadné účty pasivní	36	49	25	72	14
11.	Jiné závazky	729	742	340	414	2 136
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	13 812	16 507	17 206	13 090	9 724
B. IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	13 812	16 507	17 206	13 090	9 724
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	65	118	132	216	101
C. I.	Časové rozlišení	65	118	132	216	101
C. I. 1.	Výdaje příštích období	61	111	129	208	93
2.	Výnosy příštích období	4	7	3	8	8

PŘÍLOHA P IV: HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY 2007-2011

Tab. 56: Horizontální analýza aktiv rozvahy 2007-2011 (vlastní zpracování)

AKTIVA	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010
AKTIVA CELKEM	4,16%	-9,18%	2,25%	19,09%
Dlouhodobý majetek	12,41%	4,07%	-7,39%	14,28%
Dlouhodobý hmotný majetek	12,61%	4,15%	-7,49%	14,49%
Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	-1,78%	0,00%	0,18%
Oběžná aktiva	-6,87%	-32,83%	31,63%	19,97%
Zásoby	6,96%	-30,15%	12,81%	14,11%
Krátkodobé pohledávky	-8,07%	-30,78%	31,61%	-5,79%
Krátkodobý finanční majetek	-39,56%	-47,28%	139,45%	61,73%
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	-31,87%	4,94%	-93,66%	5435,48%

Tab. 57: Horizontální analýza pasiv rozvahy 2007-2011 (vlastní zpracování)

PASIVA	2008/2007	2009/2008	2010/2009	2011/2010
PASIVA CELKEM	4,16%	-9,18%	2,25%	19,09%
Vlastní kapitál	26,51%	-0,20%	20,11%	19,19%
Základní kapitál	-1,45%	-6,63%	-2,49%	0,00%
Kapitálové fondy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Fondy ze zisku	65,02%	43,82%	2,40%	28,86%
Hospodářský výsledek minulých let	-13,21%	350,00%	-93,24%	-100,00%
Hospodářský výsledek běžného účetního období (+/-)	10,81%	-86,30%	601,47%	10,49%
Cizí zdroje	-12,16%	-18,63%	-20,91%	19,71%
Rezervy	-54,11%	-47,39%	-100,00%	0,00%
Dlouhodobé závazky	-16,73%	-5,74%	-15,00%	144,52%
Krátkodobé závazky	-8,35%	-75,69%	156,83%	67,06%
Bankovní úvěry a výpomoci	19,51%	4,23%	-23,92%	-25,71%
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	81,54%	11,86%	63,64%	-53,24%

PŘÍLOHA P V: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY 2007-2011

Tab. 58: Vertikální analýza rozvahy 2007-2011 (vlastní zpracování)

AKTIVA	2007	2008	2009	2010	2011
	%	%	%	%	%
AKTIVA CELKEM	100	100	100	100	100
Dlouhodobý majetek	58,68	63,33	72,57	65,73	63,08
Dlouhodobý hmotný majetek	57,76	62,44	71,61	64,79	62,29
Dlouhodobý finanční majetek	0,93	0,89	0,96	0,94	0,79
Oběžná aktiva	40,19	35,93	26,58	34,21	34,47
Zásoby	22,51	23,12	17,78	19,62	18,80
Krátkodobé pohledávky	8,46	7,47	5,69	7,32	5,79
Krátkodobý finanční majetek	9,22	5,35	3,11	7,27	9,88
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	1,13	0,74	0,85	0,05	2,46
PASIVA	2007	2008	2009	2010	2011
	%	%	%	%	%
PASIVA CELKEM	100	100	100	100	100
Vlastní kapitál	41,94	50,94	55,98	65,76	65,81
Základní kapitál	15,27	14,45	14,86	14,17	11,90
Kapitálové fondy	0,79	0,76	0,84	0,82	0,69
Fondy ze zisku	15,68	24,84	39,35	39,40	42,63
Hospodářský výsledek minulých let	-0,17	-0,15	-0,72	-0,05	0,00
Hospodářský výsledek běžného účetního období (+/-)	10,37	11,03	1,66	11,42	10,59
Cizí zdroje	57,95	48,87	43,79	33,87	34,05
Rezervy	17,09	7,53	4,36	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	8,72	6,97	7,24	6,01	12,35
Krátkodobé závazky	9,37	8,25	2,21	5,55	7,78
Bankovní úvěry a výpomoci	22,77	26,13	29,99	22,31	13,92
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	0,11	0,19	0,23	0,37	0,14

PŘÍLOHA P VI: VERTIKÁLNÍ ANALÝZA VZZ 2007-2011

Tab. 59: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát 2007-2011 (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Výnosy celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	61,34%	58,39%	58,28%	56,88%	65,27%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	2,06%	4,16%	-10,16%	1,69%	2,08%
Aktivace	3,11%	4,42%	5,36%	3,65%	3,03%
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	16,62%	16,25%	23,03%	18,73%	14,75%
Ostatní provozní výnosy	16,61%	16,23%	23,03%	18,73%	14,75%
Výnosové úroky	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní finanční výnosy	0,26%	0,52%	0,45%	0,32%	0,12%

Tab. 60: Vertikální analýza výkazu zisků a ztrát 2007-2011 (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Náklady celkem	100%	100%	100%	100%	100%
Spotřeba materiálu a energie	27,57%	36,00%	29,61%	28,56%	32,04%
Služby	21,31%	24,61%	25,57%	25,67%	24,01%
Osobní náklady	26,55%	30,62%	28,57%	25,15%	23,50%
Daně a poplatky	1,03%	1,02%	1,18%	1,09%	0,71%
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	7,41%	9,94%	12,53%	13,04%	9,99%
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	1,41%	1,30%	2,25%	1,38%	1,17%
Zm. stavu rezerv a opr. položek v provozní oblasti a komplexních nákl. příštích obd.	7,50%	-13,08%	-6,09%	-6,98%	0,02%
Ostatní provozní náklady	2,52%	3,10%	3,68%	4,72%	2,93%
Změna stavu rezerv a opr. položek ve finanční oblasti	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%
Nákladové úroky	1,42%	1,87%	2,34%	2,82%	1,80%
Ostatní finanční náklady	0,18%	0,12%	0,12%	0,20%	0,11%
Daň z příjmů za běžnou činnost	3,07%	4,50%	0,24%	4,35%	3,71%

PŘÍLOHA P VII: FINANČNÍ PLÁN VZZ 2012-2016

Tab. 61: Finanční plán výkazu zisků a ztrát 2012-2016 v tis. Kč (vlastní zpracování)

a	b	Běžné účetní období				
		2012	2013	2014	2015	2016
II.	Výkony	36 408	40 771	40 441	40 810	41 181
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	34 790	38 091	38 453	38 821	39 190
II. 2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-282	779	86	87	87
II. 3.	Aktivace	1 900	1 901	1 902	1 903	1 904
B.	Výkonová spotřeba	26 150	26 737	26 982	27 230	27 480
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	15 000	15 411	15 572	15 734	15 898
B. 2.	Služby	11 150	11 326	11 410	11 495	11 581
+	Přidaná hodnota	10 258	14 035	13 459	13 581	13 701
C.	Osobní náklady	10 574	10 778	10 985	11 197	11 413
C. 1.	Mzdové náklady	7 600	7 752	7 907	8 065	8 226
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	2 584	2 636	2 688	2 742	2 797
C. 4.	Sociální náklady	390	390	390	390	390
D.	Daně a poplatky	350	350	350	350	350
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	3 797	3 699	4 312	3 992	3 951
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 150	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	450	0	0	0	0
IV.	Ostatní provozní výnosy	8 500	8 500	8 500	8 500	8 500
H.	Ostatní provozní náklady	1 400	1 400	1 400	1 400	1 400
*	Provozní výsledek hospodaření	2 637	6 308	4 911	5 142	5 087
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	0	0	0	0	0
N.	Nákladové úroky	0	74	249	317	238
XI.	Ostatní finanční výnosy	100	100	100	100	100
O.	Ostatní finanční náklady	60	60	60	60	60
*	Finanční výsledek hospodaření	40	-34	-209	-277	-198
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	573	1 192	893	924	929
Q. 1.	-splatná	1 295	1 895	1 713	1 683	1 680
Q. 2.	-odložená	-721	-703	-819	-758	-751
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	2 104	5 082	3 809	3 941	3 960
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	2 104	5 082	3 809	3 941	3 960
****	Výsledek hospodaření před zdaněním (+/-)	2 677	6 274	4 702	4 865	4 889

PŘÍLOHA P VIII: FINANČNÍ PLÁN ROZVAHY 2012-2016

Tab. 62: Finanční plán rozvahy 2012-2016 v tis. Kč (vlastní zpracování)

AKTIVA b	Běžné účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
AKTIVA CELKEM	68 366	74 291	79 274	82 732	83 397
Dlouhodobý majetek	43 886	45 013	47 456	46 571	45 465
Dlouhodobý hmotný majetek	43 333	44 460	46 903	46 018	44 912
Pozemky	5 263	5 263	5 263	5 263	5 263
Stavby	22 446	22 446	22 446	22 446	22 446
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	13 415	14 542	16 985	16 100	14 994
Dospělá zvířata a jejich skupiny	2 209	2 209	2 209	2 209	2 209
Dlouhodobý finanční majetek	553	553	553	553	553
Oběžná aktiva	23 377	28 382	31 065	35 505	37 342
Zásoby	12 311	13 200	13 298	13 397	13 497
Krátkodobé pohledávky	3 361	3 492	3 525	3 679	3 611
Krátkodobý finanční majetek	7 705	11 690	14 242	18 428	20 235
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	1 103	896	753	656	590
PASIVA b	Běžné účetní období				
	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVA CELKEM	68 366	74 291	79 274	82 732	83 397
Vlastní kapitál	48 088	53 170	56 978	60 919	64 879
Základní kapitál	8 313	8 313	8 313	8 313	8 313
Kapitálové fondy	480	480	480	480	480
Fondy ze zisku	29 789	29 789	29 789	29 789	29 789
Hospodářský výsledek minulých let	7 402	9 506	14 588	18 396	22 337
Hospodářský výsledek běžného účetního období (+/-)	2 104	5 082	3 809	3 941	3 960
Cizí zdroje	20 127	20 970	22 145	21 662	18 367
Rezervy	-721	-1 424	-2 244	-3 002	-3 753
Dlouhodobé závazky	7 766	6 989	6 291	5 661	5 095
Krátkodobé závazky	3 358	4 081	3 174	3 078	3 101
Bankovní úvěry a výpomoci	9 724	11 324	14 924	15 924	13 924
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	40	40	40	40	40

PŘÍLOHA P IX: FINANČNÍ PLÁN CASH-FLOW 2007-2016

Tab. 63: Finanční plán peněžních toků 2007-2016 v tis. Kč (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PS peněžních prostředků	4 153	5 592	3 380	1 782	4 267	6 901	7 705	11 690	14 242	18 428
Účetní VH bez odložené daně	6 312	7 303	1 005	6 786	7 657	1 382	4 379	2 989	3 182	3 209
Peněž. tok z provozní činn.	8 494	4 441	5 142	8 771	10 453	5 275	7 987	6 406	6 922	7 218
Peněž. tok z investiční činn.	-4 584	-8 371	-6 772	-1 519	-9 796	-3 608	-4 826	-6 755	-3 107	-2 845
Peněž. tok z finanční činn.	-2 471	1 718	32	-4 767	1 977	-863	823	2 901	371	-2 566
Peněžní tok celkem	1 439	-2 212	-1 598	2 485	2 634	804	3 985	2 552	4 186	1 807
KS peněžních prostředků	5 592	3 380	1 782	4 267	6 901	7 705	11 690	14 242	18 428	20 235

PŘÍLOHA P X: MODEL Y PRO OCENĚNÍ PODNIKU V PROGRAMU EVALENT

Tab. 64: Provozně nutný investovaný kapitál v tis. Kč

	2012	2013	2014	2015	2016
Zásoby	12 311	13 200	13 298	13 397	13 497
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	0	0	0	0	0
Pohledávky krátkodobé	3 747	3 886	3 927	4 090	4 029
Pohledávky krátk. nesouvisející s hlavní činností	10	10	10	10	10
Minimální okamžitá likvidita (OL) zadaná	20	20	20	20	20
Finanční majetek dle zadané minimální OL	680	824	643	624	628
Finanční majetek z finančního plánu	7 705	11 690	14 242	18 428	20 235
Finanční majetek provozně nutný (použitý)	680	824	643	624	628
Minimální okamžitá likvidita (OL) výsledná	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Závazky krátkodobé, neúročené a nezpoplatněné	3 398	4 121	3 214	3 118	3 141
Závazky krátk., neúročené - nesouvisející s hl.činností	0	0	0	0	0
Čistý pracovní kapitál	13 330	13 780	14 644	14 982	15 003
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	43 333	44 460	46 903	46 018	44 912
Dlouhodobý majetek nepotřebný k hlavní činnosti firmy	17	17	16	16	15
Provozně nutný dlouhodobý majetek	43 316	44 443	46 887	46 002	44 897
Dlouhodobé pohledávky	721	1 424	2 244	3 002	3 753
Provozně nutný investovaný kapitál	56 646	58 223	61 531	60 984	59 900
Čisté investice (přírůstek prov.nutn.inv.kapitálu)	3 106	1 577	3 308	-547	-1 084
Průměrná hodnota investovaného kapitálu	55 093	57 434	59 877	61 257	60 442
Úročený cizí kapitál					
Bankovní úvěry a finanční výpomoci	9 724	11 324	14 924	15 924	13 924
Emitované dluhopisy	0	0	0	0	0
Ostatní úročené či jinak zpoplatněné závazky	0	0	0	0	0
Úročený cizí kapitál celkem	9 724	11 324	14 924	15 924	13 924

Tab. 65: Ocenění neprovozních aktiv v tis. Kč

Položka	Účetní hodnota
Provozně nepotřebný dlouhodobý majetek	0
Dlouhodobý finanční majetek bez fin. maj. provozně nutného	553
Zásoby nesouvisející s hlavní činností	0
Pohledávky krátkodobé nesouvisející s hlavní činností	0
Pohledávky dlouhodobé nesouvisející s hlavní činností	0
Uvolnění fin. maj. z titulu požadované min. likvidity	0
Hodnota neprovozních aktiv celkem	553
Závazky krátkodobé neúročené - nesouvisející s hl. činností	0
Závazky dlouhodobé neúročené - nesouvisející s hl. činností	0
Korigovaná hodnota neprovozních aktiv	553

Tab. 66: Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele (FCFF) v tis. Kč

	2012	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní HV před zdaněním	2 638	6 309	4 912	5 143	5 088
Zdanění korigovaného provozního HV	528	1 199	933	977	967
Korigovaný provozní HV po zdanění	2 110	5 110	3 979	4 165	4 121
Uživatelské zadání provozního zisku po zdanění					
Úpravy o nepeněžní operace celkem	4 825	3 906	4 453	4 088	4 015
Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv	3 797	3 699	4 311	3 991	3 950
Odpis oceň.rozdílů příp. goodwillu k úplatně nabytému maj.	0	0	0	0	0
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0	0
Změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů	1 028	207	142	97	65
Změna zůstatků opravných položek ke SA	0	0	0	0	0
Peněžní tok z provoz.činnosti před změnami prac. kap.	6 935	9 016	8 433	8 254	8 137
Změny pracovního kapitálu	5 317	-450	-864	-338	-21
Peněžní tok z provozní činnosti	12 252	8 566	7 568	7 915	8 116
Změna provozně nutných stálých aktiv	-3 591	-4 826	-6 755	-3 106	-2 845
Volný peněžní tok - vypočtený	8 662	3 740	813	4 809	5 271
Volný peněžní tok užitý pro ocenění	8 662	3 740	813	4 809	5 271
Diskontovaný volný peněžní tok	7 867	3 089	612	3 301	3 294
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok	7 867	10 955	11 567	14 868	18 162
Diskontní faktor	0,908	0,826	0,752	0,686	0,625
Vážené průměrné náklady kapitálu	10,1%	10,0%	9,8%	9,6%	9,8%

Tab. 67: Korekce provozního hospodářského výsledku v tis. Kč

	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní hospodářský výsledek (HV)	2 637	6 308	4 911	5 142	5 087
Zisk (ztráta) z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	0	0	0	0
Náklady spojené s dlouhodobými závazky (mimo úrok)	0	0	0	0	0
Odpisy z provozně nepotřebného majetku	1	1	1	1	1
Korigovaný provozní HV před zdaněním	2 638	6 309	4 912	5 143	5 088

Tab. 68: Volný peněžní tok pro vlastníky (FCFE) v tis. Kč

	2012	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní HV před zdaněním	2 638	6 309	4 912	5 143	5 088
Nákladové úroky	0	74	249	317	238
Korigovaný provozní HV před zdaněním	2 638	6 234	4 663	4 826	4 850
Zdanění korigovaného zisku	528	1 185	886	917	922
Korigovaný provozní HV po zdanění	2 110	5 050	3 777	3 909	3 929
Úpravy o nepeněžní operace	4 825	3 906	4 453	4 088	4 015
Odpisy stálých aktiv bez odpisů provozně nepotřebných aktiv	3 797	3 699	4 311	3 991	3 950
Odpis oceň. rozdílu příp. goodwillu k úplatně nabytému maj.	0	0	0	0	0
Změna zůstatků rezerv (bez odlož.daň. pohl./záv.)	0	0	0	0	0
Změna zůstatků časového rozlišení a dohadných účtů	1 028	207	142	97	65
Změna zůstatků opravných položek ke SA	0	0	0	0	0
Peněžní tok z provoz.činnosti před změnami prac. kap.	6 935	8 955	8 231	7 997	7 944
Změny pracovního kapitálu	5 317	-450	-864	-338	-21
Peněžní tok z provozní činnosti	12 252	8 505	7 366	7 659	7 923
Změna provozně nutných stálých aktiv	-3 591	-4 826	-6 755	-3 106	-2 845
Volný peněžní tok z provozní a investiční činnosti	8 662	3 680	611	4 553	5 078
Změna cizího úročného kapitálu	0	1 600	3 600	1 000	-2 000
Volný peněžní tok pro vlastníky - vypočtený	8 662	5 280	4 211	5 553	3 078
Volný peněžní tok pro vlastníky užítý pro ocenění	8 662	5 280	4 211	5 553	3 078
Diskontovaný volný peněžní tok	7 708	4 192	2 980	3 501	1 729
Kumulovaný diskontovaný volný peněžní tok	7 708	11 900	14 880	18 380	20 109
Diskontní faktor	0,890	0,794	0,708	0,630	0,562
Náklady vlastního kapitálu	12,38%	12,08%	12,21%	12,23%	12,22%

Tab. 69: Úprava provozního HV pro paušální metodu v tis. Kč

	2012	2013	2014	2015	2016
Korigovaný provozní HV před zdaněním	2 638	6 309	4 912	5 143	5 088
Nákladové úroky	0	74	249	317	238
Upravený HV před zdaněním	2 638	6 234	4 663	4 826	4 850
Zdanění upraveného HV	528	1 185	886	917	922
Upravený HV po zdanění	2 110	5 050	3 777	3 909	3 929
Odnímatelný čistý výnos	2 110	5 050	3 777	3 909	3 929

Tab. 70: Plánované odnímatelné čisté výnosy v tis. Kč

	2012	2013	2014	2015	2016
Odnímatelný čistý výnos	2 110	5 050	3 777	3 909	3 929
Přírůstek provozně nutného inv. kapitálu	3 106	1 577	3 308	-547	-1 084
Potřeba dodatečného bankovního úvěru	3 106	4 683	7 991	7 444	6 360
Korigovaný odnímatelný čistý výnos	2 110	5 050	3 777	3 909	3 929
Diskontovaný trvale odnímatelný čistý výnos	1 878	4 009	2 672	2 464	2 207
Kumulovaný diskont. odním. čistý výnos	1 878	5 887	8 559	11 024	13 231
Náklady vlastního kapitálu	12,38 %	12,08 %	12,21 %	12,23 %	12,22 %
Diskontní faktor (koef.)	0,89	0,79	0,71	0,63	0,56