Projekt stanovení hodnoty podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo při jeho prodeji

Bc. Naděžda Hebnarová

Diplomová práce
2014

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví
akademický rok: 2013/2014

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení:	**Bc. Naděžda Hebnarová, DiS.**
Osobní číslo:	**M12797**
Studijní program:	**N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor:	**Finance**
Forma studia:	**kombinovaná**
Téma práce:	**Projekt stanovení hodnoty podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo při jeho prodeji**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- **Na základě kritické literární rešerše charakterizujte metody a postupy využívané pro stanovení hodnoty podniku.**

II. Praktická část

- **Analyzujte vnitřní a vnější podmínky vývoje hospodaření podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo.**
- **Na základě strategické a finanční analýzy vypracujte finanční plán podniku.**
- **Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných metod.**

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

ALLMAN, Keith. A. Corporate valuation modeling: a step by step guide. Hoboken: John Wiley and Sons, 2010, 273 s. ISBN 978-0-470-48179-0.
KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd.Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
KOLLER, Tim and Company.Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. 4th, Edition. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 2005. 739 s. ISBN 10 0-471-70218-8.
MAŘÍK, Miloš. 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 a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vydání. Praha: Linde, 2012. 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

Vedoucí diplomové práce:	**Ing. Eva Kramná** Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce:	**22. února 2014**
Termín odevzdání diplomové práce:	**2. května 2014**

Ve Zlíně dne 22. února 2014

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka

UNIVERZITA TOMÁŠE BATI VE ZLÍNĚ
Fakulta managementu a ekonomiky
L.S.

Ing. Eliška Pastuszková, Ph.D.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA
BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

- odevzdáním bakalářské/diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby[1];
- bakalářská/diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému,
- na mou bakalářskou/diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3[2];
- podle § 60[3] 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 nevýdělečně 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 nahlížení 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 vzdělávacího 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). Odpírá-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 § 60[4] odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – bakalářskou/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 bakalářské/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 bakalářské/diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Prohlašuji, že:

- jsem bakalářskou/diplomovou práci zpracoval/a samostatně a použité informační zdroje jsem citoval/a;

- odevzdaná verze bakalářské/diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 30.4. 2014 .....

---

[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 přihlédne k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Cílem této diplomové práce je ocenění podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo při jeho prodeji. Teoretická část definuje pojem „podnik“ a podrobně popíše postup při oceňování podniku. Praktická část nejprve představí oceňovaný podnik, a dále pak je její součástí strategická a finanční analýza. Dalším krokem v praktické části je sestavení finančního plánu. Projektová část diplomové práce obsahuje vlastní ocenění zmiňovaného podniku výnosovými metodami.

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

ABSTRACT

The aim of this diploma thesis is a valuation of Agrodružstvo Postoupky plant, a cooperative at its sale. The theoretic part defines the notion of “plant” and describes the process of the plant valuation in detail. The practical part introduces the valuated plant at first and, further on, a strategic and financial analysis that forms its part. A further step of the practical part is a financial plan composition. Project part of the diploma thesis contains valuation of the mentioned above plant itself with yield methods.

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

Na tomto místě bych ráda poděkovala paní Ing. Evě Kramné, vedoucí mé práce, za odborné vedení, konzultace a cenné rady. Zároveň bych také ráda poděkovala předsedovi Agrodružstva Postoupky, panu Ing. Janu Haškovi, za ochotu a užitečné podněty při zpracování mé diplomové práce.

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

OBSAH

ÚVOD **11**

I TEORETICKÁ ČÁST **12**

1 ZÁSADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU **13**

1.1 PŘEDMĚT OCENĚNÍ – PODNIK 13

1.1.1 Definice podniku 13

1.1.2 Pojem hodnota a hladiny hodnoty podniku 13

1.1.3 Kategorie hodnoty 14

1.2 DŮVODY PRO OCENĚNÍ 14

1.3 PRÁVNÍ ÚPRAVA OCEŇOVÁNÍ PODNIKŮ 15

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA **16**

2.1 FAKTOR ČASU 16

2.2 FAKTOR RIZIKA 16

2.2.1 Obchodní a finanční riziko 16

2.2.2 Riziko systematické a nesystematické 17

2.3 DISKONTNÍ MÍRA 17

2.3.1 Diskontní míra a riziko 17

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění 17

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU **19**

3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT 19

3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA 20

3.2.1 Relevantní trh 21

3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku 21

3.2.2.1 Analýza hodnocení silných a slabých stránek 21

3.2.2.2 Analýza konkurence 22

3.2.2.3 Analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku 22

3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku 22

3.3 FINANČNÍ ANALÝZA 22

3.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu 23

3.3.2 Metody finanční analýzy 23

3.3.3 Postup při finanční analýze 24

3.4 AKTIVA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 24

3.4.1 Nejčastější aktiva provozně nepotřebná 24

3.5 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY 25

3.6 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU 25

4 METODY OCEŇOVÁNÍ **27**

4.1 OCENĚNÍ VÝNOSOVÝMI METODAMI 27

4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow 28

4.1.1.1 Investovaný kapitál 28

4.1.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity 28

4.1.1.3 Dvoufázová metoda 30

4.1.1.4 Třífázová metoda 31

4.1.1.5 Metoda DCF equity 32

4.1.1.6 Diskontní míra pro metodu DCF 32

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů 34
4.1.2.1 Analytická metoda 34
4.1.2.2 Paušální metoda 34
4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty 34
4.1.3.1 Vyčíslení NOA (čistých operačních aktiv) 35
4.1.3.2 Vyčíslení NOPAT (čistý operativní zisk) 36
4.2 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU 36
4.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu 36
4.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání 36
4.3 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU 37
4.3.1 Substanční hodnota 37
4.3.2 Likvidační hodnota 37
4.4 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ PODNIKU 37
II PRAKTICKÁ ČÁST 38
5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI 39
5.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O PODNIKU DLE OBCHODNÍHO REJSTŘÍKU 39
5.2 ROZDĚLENÍ DLE MAJETKOVÝCH PODÍLŮ 39
5.3 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA 40
6 STRATEGICKÁ ANALÝZA 41
6.1 ANALÝZA RELEVANTNÍHO TRHU 41
6.1.1 Odhad velikosti trhu 41
6.2 ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU 42
6.2.1 Prognóza vývoje trhu v odvětví 43
6.3 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY PODNIKU 44
6.3.1 Stanovení tržního podílu Agrodružstva Postoupky a prognóza tržeb 44
6.3.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly družstva 45
6.3.2.1 Analýza konkurenční síly 45
6.3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu družstva 49
7 FINANČNÍ ANALÝZA 54
7.1 ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ 54
7.1.1 Analýza rozvahy 54
7.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty 55
7.1.3 Analýza cash flow 57
7.2 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ 57
7.2.1 Analýza zadluženosti a dlouhodobé finanční stability 58
7.2.2 Analýza ukazatelů rentability 58
7.2.3 Analýza ukazatelů likvidity 60
7.2.4 Analýza ukazatelů aktivity 60
7.2.5 Analýza souhrnných ukazatelů 62
7.2.6 Závěry z finanční analýzy 63
8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ 64
8.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál 66
8.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření 66
9 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU 68

9.1 PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY 68
9.2 PLÁNOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ 69
9.3 PLÁNOVANÁ ROZVAHA 70
9.4 FINANČNÍ ANALÝZA PLÁNU 71
10 OCENĚNÍ PODNIKU 73
10.1 STANOVENÍ DISKONTNÍ MÍRY 73
10.1.1 Náklady na cizí kapitál 73
10.1.2 Náklady na vlastní kapitál 73
10.1.2.1 Metoda CAPM 74
10.1.2.2 Stavebnicová metoda 77
10.1.2.3 Náklady na vlastní kapitál odvozené z nákladů na úročený cizí kapitál 77
10.1.2.4 Náklady na vlastní kapitál – vážený průměr 77
10.1.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC) 78
10.2 OCENĚNÍ METODOU DCF ENTITY 79
10.3 OCENĚNÍ METODOU EVA 82
10.4 OCENĚNÍ METODOU KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ 84
10.5 SOUHRNNÉ OCENĚNÍ PODNIKU AGRODRUŽSTVO POSTOUPKY, DRUŽSTVO 85
11 ANALÝZA CITLIVOSTI 87
11.1 ANALÝZA CITLIVOSTI NA DISKONTNÍ MÍRU 87
11.2 ANALÝZA CITLIVOSTI NA TEMPO RŮSTU 87
ZÁVĚR 89
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY 91
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK 94
SEZNAM OBRÁZKŮ 96
SEZNAM TABULEK 97
SEZNAM PŘÍLOH 100

ÚVOD

Proces prodeje společnosti je velmi složitý a relativně časové náročný. Klíčem k úspěchu je kvalitní příprava koncepce prodeje a bezchybné řízení celého procesu, ať už jsou motivy prodeje jakékoli.

Oceňování podniku je komplexní obor, kdy jsou třeba znalosti podnikového hospodářství, finanční a strategické analýzy, finančního plánování a oceňovacích metod.

Vždy existuje řada důvodů pro ocenění podniku. Vlastníci chtějí vědět, jakou hodnotu má jimi vložený kapitál, tzn., jak se jim jejich kapitál zhodnocuje, a naopak věřitele zajímá, jaká je návratnost jimi vložených investic.

Cílem mojí diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo pro případ, že by se jeho majitelé rozhodli ho prodat. Datum, ke kterému budu ocenění provádět je 1.1.2013.

Práce je rozdělena do dvou částí. První částí je teoretická. V ní, na základě odborné literatury, popíši obecné zásady při oceňování podniku, faktor rizika a času a postup při oceňování podniku. Důležitým bodem této části bude vymezení pojmu „podnik“, který s platností nového Občanského zákoníku doznal určitých změn. Velkou část teoretické části budu věnovat popisu jednotlivých metod oceňování s důrazem na metody výnosové.

Druhá část diplomové práce je praktická a skládá se z analytické části a vlastního projektu ocenění. Nejprve představím oceňovaný podnik a poté se v analytické části budu věnovat strategické a finanční analýze. Na základě těchto analýz vytvořím finanční plán a prognózu dalšího vývoje na období 2013-2016.

V závěru pak stanovím náklady na vlastní i cizí kapitál a pomocí výnosových metod určím tržní hodnotu podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 ZÁSADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Dříve než se začneme věnovat samotnému ocenění podniku, je třeba si vysvětlit základní pojmy. A to, co vlastně oceňujeme a co by mělo být výsledkem ocenění. Je proto důležité správně formulovat základní parametry pro oceňování podniku, a to, správně definovat pojem obchodní závod (dříve podnik) a co se rozumí pod pojmem hodnota podniku a jaké její základní kategorie je třeba rozlišovat. Stanovení hodnoty podniku patří mezi základní manažerské nástroje řízení, protože hodnota podniku je významným aspektem nejen při taktickém řízení firmy, ale i pro řadu strategických rozhodnutí managementu. (Dluhošová, 2006, s. 146) Každé oceňování podniku je individuálním a velmi složitým procesem, na kterém pracuje celý tým odborníků z různých profesí. Cílem oceňování je stanovení tržní hodnoty s přihlédnutím k mnoha různým faktorům působících na současnou ale především na budoucí ekonomickou situaci podniku.

1.1 Předmět ocenění – podnik

Mařík (2007, s. 15) říká, že nejvýznamnější je pro oceňovatele definice podniku, která vychází z dikce zákona.

1.1.1 Definice podniku

V roce 2012 byl schválen zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník, který změnil pojmosloví. Pojem „podnik“ změnil na pojem „obchodní závod“. Tento zákon v § 502 definuje obchodní závod jako:

„…organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil, a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu…“

Pojem „obchodní závod“ je tedy právní pojem, ale pro tuto práci budu používat ekonomický pojem „podnik“.

1.1.2 Pojem hodnota a hladiny hodnoty podniku

„…Value is the definic dimension of measurment in a market economy. People invest in the expectation than when they sell, the value of each investment will have grow by a sufficient amount above its cost to compensate them for the risk they took…“ (Koller, 2005, s. 3)

Podnik je možné oceňovat v různých hladinách hodnoty:

- **Hodnota brutto** – jde o hodnotu podniku jako celku, zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** – zde jde o hodnotu pro vlastníky, de facto se tedy oceňuje vlastní kapitál, i když v tomto pojetí nemusí souhlasit s vlastním kapitálem v účetním pojetí. (Mařík, 2007, s. 16)

1.1.3 Kategorie hodnoty

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy převedenými na jejich současnou hodnotu. (Mařík, 2007, s. 20)

„…Za předpokladu sledování čistě finančních cílů je hodnota podniku dána současnou hodnotou čistých příjmů, plynoucích vlastníkům na základě vlastnictví podniku…“ (Krabec, 2009, s. 211)

Existují čtyři základní přístupy k oceňování podniku (Mařík, 2007, s. 22):

1.) **Tržní hodnota** – *„…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…“ (IVS, 2005, s. 82)*
2.) **Subjektivní (investiční) hodnota** – *„…je hodnota majetku pro konkrétního, investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle…“ (IVS, 2005, s. 97)*
3.) **Objektivizovaná hodnota** – *„…představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku…“ (IDW S 1)*

Komplexní přístup na základě Kolínské školy – založena na subjektivním postoji. Zastává názor, že není důležitý podnět ocenění, ale obecná funkce, kterou má ocenění pro uživatele jeho výsledků. (Mařík 2007, s. 30)

1.2 Důvody pro ocenění

Ocenění je službou, kterou si objednává zákazník, a která mu přináší nějaký užitek. (Mařík, 2007, s. 35) Základní rozdělení důvodů pro ocenění vychází z potřeby **ocenění souvi-**

sející s vlastnickými změnami nebo z potřeby **ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám.** Způsob, rozsah a zvolená metoda oceňování podniku je závislá na účelu oceňování.

1.3 Právní úprava oceňování podniků

V České republice neexistuje žádný závazný zákon nebo předpis pro oceňování podniku. Oceňovatelé se opírají především o ekonomickou teorii. Přesto ale existují určité předpisy, kterými se mohou oceňovatelé podniku řídit. Mařík (2007, s. 18-19) uvádí ty nejdůležitější:

1.) České přepisy:
   a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a s ním související vyhlášky Ministerstva financí ČR.
   b) Metodický pokyn ZNAL České národní banky.
2.) Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:
   a) Mezinárodní oceňovací standardy – IVS.
   b) Evropské oceňovací standardy – EVS.
3.) Národní standardy některých zemí:
   a) Americké oceňovací standardy – US PAP.
   b) Německý standard – IDW S1.

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Faktory času a rizika vstupují do procesu oceňování podniku hlavně prostřednictvím diskontní míry. (Mařík, 2007, s. 39)

2.1 Faktor času

Hodnota aktiva je současná hodnota budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva. (Mařík, 2007, s. 39) To ale neznamená, že všechny budoucí příjmy mají pro držitele stejný význam. Je důležité nejen kolik, ale také kdy je držitel aktiva získá. Jde o tzv. časovou hodnotu peněz. Příjem získaný dnes má větší hodnotu než příjem získaný zítra, protože ho lze již dnes dále investovat a získat tak z něj další hodnotu. Proto nelze při zjišťování hodnoty aktiva očekávanou řadu budoucích příjmů jen sečíst. Musí se přepočítat k datu ocenění, tzn., zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve tyto současné hodnoty můžeme sečíst.

2.2 Faktor rizika

Riziko lze obecně definovat jako nebezpečí, že skutečné výsledky se budou odchylovat od výsledků předpokládaných. Mohou se lišit v negativním nebo v pozitivním směru. (Marek, 2009, s. 75) Pro výslednou hodnotu ocenění je důležitá i pravděpodobnost, se kterou očekávané částky nastanou. Hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté a naopak hodnota aktiva bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy. (Mařík, 2007, s. 40) Podle Mařík (2007, s. 40) známe dva typy členění rizika:

- členění na riziko obchodní a finanční,
- členění na riziko systematické a nesystematické.

2.2.1 Obchodní a finanční riziko

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena především proměnlivostí prodeje (prodejní riziko) a úrovní fixních provozních nákladů (provozní riziko). **Prodejní riziko** vyplývá z možnosti, že očekávaný zisk nebude dosažen (nebo bude překročen) v důsledku vývoje situace na trhu.

Provozní riziko je dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech.

$$\text{Obchodní riziko} = \frac{\text{směrodatná odchylka provozních VH}}{\text{střední hodnota provozních VH}} \qquad (1)$$

Finanční riziko je závislé na fixních finančních nákladech a ty vyjadřují míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Náklad, který podniky platí věřitelům za poskytnutí úvěru je úrok. Ten je pro firmu nákladem a má vliv na konečný výsledek hospodaření a tím i na základ pro výpočet daně z příjmu. (Kislingerová, 2001, s. 123)

$$\text{Finanční riziko} = \frac{\text{procentní změna VH z běžné činnosti}}{\text{procentní změna provozního VH}} \qquad (2)$$

2.2.2 Riziko systematické a nesystematické

Toto členění se vyskytuje především ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu. Riziko systematické, neboli tržní, je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí. (Kislingerová, 2001, s. 105) Postihuje celý kapitálový trh. K faktorům tohoto rizika patří vývoj HDP, tržních úrokových měr, cenové hladiny, atd. (Mařík, 2007, s. 46)

Nesystematické riziko je riziko, které se může potlačit vytvářením portfolia. Je vyvoláváno příčinami, které jsou jedinečné pro určitý podnik, např. chyby vedení, uplatňování nových a neověřených poznatků v podniku apod. (Mařík, 2007, s. 46)

2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého se zpravidla do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. Kislingerová (2001, s. 174) říká, že hlavní úlohou diskontní míry je převést budoucí výnosy na jejich současnou hodnotu a vyjádřit očekávanou výnosnost investice v čase a zohlednit i míru rizika spojenou s investicí.

2.3.1 Diskontní míra a riziko

Riziko se může ocenit pomocí:

a) Rizikové přirážky – vycházíme z bezrizikové úrokové míry a tu upravíme o jistou úroveň, která by měla odpovídat míře rizika. Očekávané příjmy jsou tak zatíženy určitým rizikem a tomu by měla odpovídat i výše úrokové míry.
b) Jistotného ekvivalentu výnosů – omezení očekávané výnosové míry jen na její bezrizikovou část. Pak je ale potřeba vyloučit riziko i z očekávaných příjmů. (Mařík, 2007, s. 49-50)

2.3.2 Diskontní míra a účel ocenění

Postup kalkulace diskontní míry by měl záviset na kategorii hodnoty, kterou hledáme, a také na typu potencionálního investora, pro kterého je ocenění určeno. Pro tržní hodnotu je

třeba kalkulaci opřít o data a metody. V tomto případě se diskontní míra odvodí na základě metody CAPM nebo z trhu s podniky. Při investiční hodnotě se vychází z alternativního využití investovaného kapitálu pro daného investora. Pro objektivizované ocenění je třeba mít odhad diskontní míry co nejvíce podložen běžně dostupnými daty. Obvykle se doporučuje vycházet z tržní úrokové míry, chápané jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové přirážky. (Mařík, 2007, s. 51)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ PODNIKU

„…The corporate valuation analysis process itself is quite complex with many moving parts that are intricate to stitch together. Taking a reserve approach, that is, starting with the firm value and tracing back its calculations and components, is a good method of gaining an overview of this process…“ (Allman, 2010, s. 1)

Proces probíhající při ocenění podniku je značně složitý a variabilní. Je závislý na rozhodnutí oceňovatele, které vychází z toho, proč je oceňování prováděno, jaký charakter má oceňovaný objekt a jaký cíl ocenění má. Podmínkou úspěšného oceňovacího projektu je zajištění relevantních a kvalitních informací v maximální míře a kvalita oceňovatele. (Marková, 2005) Postup ocenění je určen vždy podle konkrétních podmínek konkrétního projektu, tj. především podle konkrétního podnětu k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolených metod, dostupných dat, atd. Všeobecně se doporučuje tento postup (Mařík, 2007, s. 53):

1) Sběr vstupních dat.
2) Analýza dat
   a) strategická analýza,
   b) finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku,
   c) rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
   d) analýza a prognóza generátorů hodnoty,
   e) orientační ocenění na základě generátorů hodnoty.
3) Sestavení finančního plánu
4) Ocenění
   a) volba metody,
   b) ocenění podle zvolených metod,
   c) souhrnné ocenění.

3.1 Sběr vstupních dat

Výběr kvalitních a relevantních vstupních dat je nejdůležitějším krokem pro ocenění. Můžeme je rozdělit do následujících skupin (Mařík, 2007, s. 54-56):

- **Základní data o podniku** – název, právní forma, IČ, předmět podnikání, majetkové podíly.

- **Ekonomická data** – účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány.
- **Relevantní trh** – vymezení a segmentace trhu, faktory atraktivity a vývoje trhu.
- **Konkurenční struktura relevantního trhu** – přímí konkurenti, možné substituty výrobků, bariéry vstupu do odvětví, poměr sil podniku k dodavatelům a odběratelům.
- **Odbyt a marketing** – struktura výrobků, struktura odběratelů, územní struktury, hodnocení hlavních produktů, ceny a cenová politika, reklama a velikost výdajů na ni, výzkum a vývoj.
- **Výroba a dodavatelé** – řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, kapacity a jejich využití, stav HIM, investice provedené i plánované, struktura dodavatelů, logistika, stav a struktura zásob.
- **Pracovníci** – struktura, nároky na kvalifikaci, situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, nálada mezi zaměstnanci, fluktuace pracovníků, produktivita práce a její srovnání s konkurencí, personální náklady.

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je významnou součástí strategického řízení. Zabývá se analýzou prostředí, tj. analýzou vnějšího okolí podniku a jeho vnitřních zdrojů a schopností. Zahrnuje analytické postupy směřující k získání podkladů pro formulaci strategie. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. VII) Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu a její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Je velmi důležitým předpokladem pro věrohodnost výsledného ocenění. Měla by zodpovědět minimálně na tyto tři otázky (Mařík, 2007, s. 57):

1) Jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska?
2) Jaký vývoj trhu, konkurence a podnikových tržeb lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
3) Jaká rizika jsou s podnikem spojena?

Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relevantní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 9) S ohledem na cíle strategické analýzy lze vymezit dva základní okruhy její orientace. Na analýzu vnějšího okolí podniku a na analýzu vnitřních zdrojů a schopností podniku. Nejsou to ale dvě nezávislé roviny, naopak je třeba zdůraznit

jejich vzájemnou propojenost a souvislost. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 10) Strategická analýza by měla obsahovat následující tři kroky (Mařík, 2007, s. 58):

3.2.1 Relevantní trh

Jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu) – znamená vymezení trhu pro příslušný oceňovaný podnik. Měl by být vymezen z hlediska věcného, území, zákazníků a konkurentů. Základní data o tomto trhu umožňují posoudit atraktivitu trhu tak, aby bylo možné následně zpracovat prognózu dalšího vývoje, neboť poskytují informaci o vývojových trendech.

„…Prostředí, v němž se firma nachází, zahrnuje faktory, jejichž působení obecně může na jedné straně vytvářet nové podnikatelské příležitosti, na druhé straně se může jednat o potenciální hrozby pro její existenci…“ (Keřkovský, 2006, s. 40)

Dosavadní tempo růstu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku. Dalším krokem by měla být segmentace trhu, protože ne všechny složky trhu se vyvíjejí stejně a pokud je podnik specializován jen na některý segment trhu, může být prognóza jeho vývoje výrazně odlišná od trhu jako celku.

3.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

Tato část strategické analýzy si klade za cíl odhadnout vývoj tržního podílu oceňovaného podniku do budoucna. Postup lze rozčlenit na stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku, identifikaci konkurentů, analýzu vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly a prognózu tržních podílů. (Mařík, 2007, s. 74) Výsledky analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly by se pak měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku, odhadu vývoje tržního podílu podniku a do diskontní míry nebo jiných aspektů ocenění, které zachycují riziko podniku. (Mařík, 2007, s. 77)

3.2.2.1 Analýza hodnocení silných a slabých stránek

Silné stránky představují ty činnosti, které podnik zvládá lépe než jeho hlavní konkurenti. Kde podnik dosahuje dobrých výsledků bez zvláštního vypětí sil. Mohou jimi být např. ceny, kvalita výrobků, certifikace výroby a výrobků, nákladová úroveň, inovační úroveň, atd. Opakem jsou **slabé stránky**, které odpovídají těm činnostem, které podnik zabezpečuje na nižší úrovni než konkurence. Výsledek analýzy může napovědět něco o tzv. **specifických vlastnostech podniku**, což mohou být např. kvalifikace zaměstnanců, výhodná po-

loha podniku, vlastnictví patentů a licencí, atd. Závěrem analýzy silných a slabých stránek podniku by mělo být vyjasnění konkurenční pozice podniku podle jeho významných výrobků nebo výrobních oborů. (Fotr, 1999, s. 15) Nástrojem pro hodnocení silných a slabých stránek podniku je tzv. SWOT analýza. Jejím cílem není v žádném případě sepsání seznamu potenciálních příležitostí a hrozeb a slabých a silných stránek, ale idea hluboce strukturované analýzy poskytující užitečné poznatky. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 91)

3.2.2.2 Analýza konkurence

Je zaměřená na identifikaci klíčových konkurentů a na určení jejich konkurenčního profilu. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 64) Sedláčková s Buchtou (2006, s. 65) také říkají, že základními kroky analýzy konkurence jsou:

- Identifikace současných a potencionálních konkurentů.
- Analýza jejich budoucích cílů.
- Na základě porovnání profilů hlavních konkurentů předpovědět pravděpodobný profil reakce konkurentů.

3.2.2.3 Analýza vnitřních zdrojů a schopností podniku

Úkolem této analýzy je identifikovat strategicky významné zdroje a schopnosti a následně specifické přednosti podniku jako zdroje konkurenční výhody. Z funkčního hlediska se dotýká celého souboru podnikových činností jako je výroba, výzkum a vývoj, finance, marketing, řízení lidských zdrojů, apod. (Sedláčková, Buchta, 2006, s. 74)

3.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků a analýzy časových řad tržeb oceňovaného podniku za minulost. (Mařík, 2007, s. 93) Když růst trhu z analýzy a prognózy trhu vynásobíme růstem tržního podílu z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, získáme výchozí odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku. Zároveň bychom pak měli udělat analýzu dosavadního růstu tržeb, zjistit průměrný růst za předchozí roky a časovou extrapolaci tohoto růstu. (Mařík, 2007, s. 94)

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza patří mezi nejdůležitější nástroje finančního řízení a tak se bez ní neobejde ani proces oceňování. (Mařík, 2007, s. 96) Finanční analýza slouží ke komplexnímu

zhodnocení finanční situace podniku a jako zdroj pro další rozhodování a řízení. (Pavelková, 2013, s. 17) Je nástrojem zabývající se minulostí, zabývá se tím, co se už stalo.

„...Je to finančně ekonomické hodnocení podnikatelské jednotky, které vychází z účetních (případně dalších) informací…“ (Landa, 2008. S. 59)

V rámci oceňování podniku by měla finanční analýza plnit dvě základní funkce (Mařík, 2007, s. 96):

- Prověřit finanční zdraví podniku.
- Vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová hodnota.

Závěr finanční analýzy obsahuje celkové zhodnocení finančního zdraví podniku a návrh doporučení pro jeho zlepšení v kontextu očekávaného vývoje vnějších podmínek a strategických záměrů podniku. (Pavelková, 2013, s. 137) Pokud jsou vyhlídky dobré, použijí se k ocenění výnosové metody, pokud není perspektiva dlouhodobé existence podniku, použije se metoda likvidační.

3.3.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Základním zdrojem finanční analýzy jsou podnikové účetní výkazy – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích, přehled o změnách vlastního kapitálu a příloha k účetní závěrce. Dalšími zdroji mohou být výroční zprávy, zprávy auditorů, komentáře odborného tisku, oficiální ekonomické statistiky. (Pavelková, 2013, s. 18)

Rozvaha (bilance) – přehled majetku na straně aktiv a zdrojů jeho financování na straně pasiv.

Výkaz zisku a ztráty – informuje o tvorbě výsledku hospodaření za aktuální účetní období.

Cash flow – zachycuje zdroje tvorby skutečných reálných příjmů nebo výdajů, tok peněžních prostředků. Pro posouzení skutečné finanční situace je nejdůležitější.

3.3.2 Metody finanční analýzy

- Analýza stavových (absolutních) ukazatelů – analýza majetkové a finanční struktury; nástrojem je analýza trendů – horizontální analýza a procentní rozbor jednotlivých položek rozvahy – vertikální analýza.
- Analýza tokových ukazatelů – analýza výnosů, nákladů, zisku a cash flow.

- Analýza rozdílových ukazatelů – nejvýraznějším ukazatelem je čistý pracovní kapitál.
- Analýza poměrových ukazatelů – analýza ukazatelů likvidity, rentability, zadluženosti, produktivity, atd.
- Analýza soustav ukazatelů.
- Souhrnné ukazatele hospodaření. (Pavelková, 2013, s. 61)

3.3.3 Postup při finanční analýze

První krok se bude mírně odlišovat pro interní nebo externí zpracovatele. Pro externího zpracovatele bude důležité zjistit informace o společnosti samotné, předmětu činnosti, strategii, zaměstnancích, atd. Druhý krok již bude stejný pro interní i externí zpracovatele. Jedná se o analýzu vývoje odvětví. Po analýze vývoje odvětví následuje analýza účetních výkazů podniku. Tato analýza bývá nejdůležitější. Dalším krokem finanční analýzy je zhodnocení všech složek finanční rovnováhy – zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a ukazatelů kapitálového trhu, apod. Pro rozbor výsledků finanční analýzy a finančního zdraví podniku musíme srovnávat. V praxi se používají základní typy srovnání (Pavelková, 2013, s. 61-65):

- srovnání v čase,
- srovnání s jinými podniky v odvětví,
- srovnání s žádoucí veličinou danou normou nebo plánem.

3.4 Aktiva provozně potřebná a nepotřebná

Pro účely ocenění podniku se vychází z předpokladu, že každý podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Aktiva provozně potřebná jsou nezbytná pro fungování podniku. Všechna ostatní aktiva jsou provozně nepotřebná. Zároveň s rozdělením aktiv by měly být z výnosů a nákladů vyřazeny výnosy a náklady související s těmito provozně nepotřebnými aktivy. (Mařík, 2007, s. 118) Neprovozní aktiva se oceňují zvlášť od majetku provozně potřebného a jejich hodnota se na závěr ocenění přičte k hodnotě provozní části podniku. (Mařík, 2007, s. 120)

3.4.1 Nejčastější aktiva provozně nepotřebná

1) Krátkodobý finanční majetek
    - peníze v pokladně a na bankovních účtech, ceniny,

- krátkodobé cenné papíry a podíly.

2) Dlouhodobý finanční majetek
    - podíly v ovládaných a řízených osobách,
    - podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem,
    - ostatní realizované cenné papíry a podíly,
    - dluhové cenné papíry držené po splatnosti,
    - půjčky a úvěry – ovládající a řídící osoba, podstatný vliv,
    - ostatní dlouhodobé půjčky a úvěry,
    - ostatní dlouhodobý finanční majetek, jedná se o soubory movitých a nemovitých věcí určených k pronajímání. (Mařík, 2007, s. 120-122)

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Obvykle se vyvozují v návaznosti na konkrétní přístup k ocenění podniku. (Mařík, 2007, s. 125) Mezi generátory hodnoty patří (Mařík, 2007, s. 125-126):

- tržby a jejich růst,
- marže provozního zisku,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba, po kterou předpokládáme generování kladného peněžního toku.

3.6 Sestavení finančního plánu

Sestavení finančního plánu je nutné u oceňování podniku výnosovými metodami. Je třeba, aby oceňovatel nepřebíral plány sestavené managementem. Finanční plán je součást podnikového plánu a vychází ze strategie a koncepce podniku. Před vlastním sestavením finančního plánu je třeba stanovit délku prognózovaného období a vycházet z těchto kritérií:

- fáze životního cyklu, ve které se podnik nachází,
- odhad délky období, ve kterém by podnik mohl dosáhnout stability,
- míra stability odvětví .

Finanční plán navazuje na plánované generátory hodnoty a obsahuje plánovanou rozvahu, výsledovku a plánovaný výkaz cash flow. (Kramná, 2011, s. 35-36)

4 METODY OCEŇOVÁNÍ

Ocenění podniku si klade za cíl vyjádřit jeho hodnotu pomocí určité peněžní částky. Potenciál podniku je oceněn peněžitým ekvivalentem. (Mařík, 2007, s. 36)

Tab. 1 Přehled základních metod pro oceňování podniku (Mařík, 2007, s. 37)

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody) • Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) • Metoda kapitalizovaných čistých výnosů • Kombinované výnosové metody • Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody) • Ocenění na základě tržní kapitalizace • Ocenění na základě srovnatelných podniků • Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu • Ocenění na základě srovnatelných transakcí • Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění) • Účetní hodnota vlastního majetku na principu historických cen • Substanční hodnota na principu reprodukčních cen • Substanční hodnota na principu úspory nákladů • Likvidační hodnota • Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

4.1 Ocenění výnosovými metodami

Tyto metody vycházejí ze skutečnosti, že hodnota majetku je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. U podniků jsou tímto užitkem výnosy. (Mařík, 2007, s. 163) Výnosové metody jsou obvykle používány jako dvoufázové. Pro první fázi budoucího časového horizontu jsou sestavovány komplexní finanční plány a z nich jsou odvozovány jednotlivé užitky, které jsou diskontovány pomocí diskontní míry k datu ocenění. Druhá fáze představuje období s dostatečně stabilizovanými peněžními toky, pro které již není účelné sestavovat jednotlivé plány, a které je u prosperujícího podniku pojímáno jako nekonečná řada

užitků. Nejčastěji používanými metodami je metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda ekonomické přidané hodnoty.

4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku. (Mařík, 2007, s. 164) Tato metoda je založena na odhadech budoucích peněžních toků z činnosti podniku. (Dluhošová, 2006, s. 148)

Existují tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF (Mařík, 2007, s. 164-165):

- Metoda „entity" – volné CF pro vlastníky i věřitele, výsledkem je celkový kapitál.
- Metoda „equity" – volné CF pro vlastníky, výsledkem je vlastní kapitál.
- Metoda „APV" – výsledkem je celkový kapitál a vypočítá se jako součet hodnoty podniku při nulovém zatížení a současné hodnoty daňových úspor z úroků.

4.1.1.1 Investovaný kapitál

Je důležitou veličinou pro metodu DCF. Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou musíme upravit ve dvou aspektech:

1) Úprava za účelem určit náklady na investovaný kapitál.

2) Rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná.

Podle Maříka (2007) je nejjednodušší určit náklady na úročený kapitál. Nákladem jsou požadované úroky. Složitější je odhad nákladů na vlastní kapitál. Vždy musíme počítat s tím, že vlastní kapitál je zpoplatněný kapitál. (Mařík, 2007, s. 166)

Způsob vymezení provozního investovaného kapitálu a neprovozního majetku má zásadní význam pro způsob výpočtu volných peněžních toků. (Mařík, 2007, s. 169)

4.1.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF entity

Pro oceňování je třeba určit, kolik peněz lze z podniku vzít, aniž bude přímo narušen jeho předpokládaný vývoj. Východiskem je produkce peněz v podniku – tedy provozní peněžní tok. Je třeba odečíst investice a výsledkem je tzv. volné cash flow (FCF). (Mařík, 2007, s. 170)

Tab. 2 Výpočet volného peněžního toku (FCFF) (Mařík, 2007, s. 170)

1.	+ korigovaný provozní výsledek hospodaření před zdaněním
2.	- upravená daň z příjmu
3.	= korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění
4.	+ odpisy
5.	+ ostatní náklady započtené v provozním VH, které 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 (FCFF)**

Podle Mařík (2007) by pro korigovaný hospodářský výsledek měly platit tyto obecné zásady:

- Neodpočítávat náklady na cizí kapitál.
- Neměl by obsahovat žádné mimořádné položky, které se nebudou pravidelně opakovat.
- Neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným.

Volným peněžním tokem (FCFF) se rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům a je možno je vzít z podniku, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. (Kramná, 2011, s. 42)

Investice by měly být realizovány jen ty, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu.

Hodnotu podniku jako celku pak určíme pomocí obecného výrazu:

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

kde: $FCFF_t$ = volné CF do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku (Mařík, 2007, s. 178)

Při ocenění pracujeme s tzv. „going concern“, tzn., že předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. Je nemožné pro tak dlouhé období plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Jak již bylo dříve zmíněno, nejčastěji se v praxi používá tzv. dvoufázová metoda.

4.1.1.3 Dvoufázová metoda

Podle Mařík (2007) tato metoda vychází z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze.

1.) **Fáze prognózy** – je třeba rozhodnout, jak dlouhé bude vlastní prognózované období a od jaké doby budeme počítat s pokračující hodnotou. Období této fáze by mělo trvat tolik let, než podnik dosáhne určité rovnováhy (v závislosti na životním cyklu podniku, po ustálení peněžních toků, apod.). (Kramná. 2011, s. 43)

2.) **Vztah pokračující hodnoty a délky I. fáze**

Pokračující hodnota hraje při stanovení hodnoty podniku významnou roli. (Kramná, 2011, s. 43)

K výpočtu pokračující hodnoty lze využít Gordonův vzorec (Kramná, 2011, s. 44):

$$PH_t = \frac{FCFF_{T+1}}{(i_k - g)} \qquad (4)$$

kde: T…….poslední rok prognózovaného období

i_k……...průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g……předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během II. fáze

FCFF…volný peněžní tok do podniku

a nebo vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec) (Kramná, 2011, s. 44):

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \ X \ (1 - \frac{g}{r_t})}{i_k - g} \qquad (5)$$

kde: KPV_{T+1}.....korigovaný provozní VH po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

i_k……...průměrné náklady kapitálu (diskontní míra)

g……....předpokládané tempo růstu volného peněžního toku

4.1.1.4 Třífázová metoda

Tato metoda je vhodná pro podniky, které momentálně rychle rostou. Vychází z představy jemnějšího členění budoucnosti a to na tři fáze (Mařík, 2007, s. 200):

- Fáze rychlého růstu – sestavují se kompletní finanční plány.
- Fázi přechodnou – rychlý růst se zpomaluje a FCF odhadujeme jen z ročního tempa růstu.
- Období stability – hodnota se počítá jako perpetuita nebo jako nekonečná řada volných peněžních toků již stabilizovaným tempem, stejně jako u dvoufázové metody.

$$H = \sum_{t=1}^{T1} \frac{FCFt}{(1+i_k)^t} + \sum_{t=T1+1}^{T2} \frac{FCFt}{(1+i_k)^t} + \frac{FCF_{T2+1}}{(1+i_k)^{T2} \; x \; (i_k - g)} \qquad (6)$$

kde: FCF…volný peněžní tok

i_k…….diskontní úroková míra

g……..stabilní dlouhodobě udržitelné tempo růstu ve III. fázi

T1……počet let rychlého růstu

T2……počet součtu let rychlého a zpomalujícího růstu

H…….hodnota podniku

Výsledná hodnota podniku

Pomocí výše uvedených postupů se vypočítá provozní hodnota podniku brutto, což je celková hodnota podniku, ale očištěná o neúročený cizí kapitál, a která zachycuje jen provozní část podniku. (Mařík, 2007, s. 201) Abychom získali výslednou hodnotu vlastního kapitálu, musíme provést následující kroky (Mařík, 2007, s. 201):

Hodnota brutto (provozní)

\- hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)

= hodnota vlastního kapitálu (provozní)

\+ hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)

= VÝSLEDNÁ HODNOTA VLASTNÍHO KAPITÁLU PODNIKU

4.1.1.5 Metoda DCF equity

Tato metoda je variantou metody DCF entity, liší se od ní ale způsobem výpočtu volných peněžních toků, dále pak výsledkem, který získáme diskontováním těchto peněžních toků a v neposlední řadě také použitou diskontní mírou. Použitím metody DCF equity, vyčíslujeme hodnotu vlastního kapitálu na základě volných peněžních toků pro vlastníky. (Mařík, 2007, s. 205)

Tab. 3 Schéma výpočtu FCFE (Mařík, 2007, s. 205)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních (KPVH)
+ odpisy
+ ostatní náklady, které nemají v daném období charakter nákladů
- investice do upraveného pracovního kapitálu provozně nutného
- investice do pořízení HIM provozně nutného
= **FCF na úrovni podnikatelské jednotky (tj. entity)**
- úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít
- splátky úročeného cizího kapitálu
+ nově přijatý úročený cizí kapitál
= **FCFE**

4.1.1.6 Diskontní míra pro metodu DCF

Pro volbu konkrétního postupu stanovení diskontní míry je nejdříve třeba si uvědomit jakou variantu metody DCF použijeme. Pro metodu **DCF entity** použijeme diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu – **WACC** a pro metodu **DCF equity** je úroková míra dána odhadem **nákladů na vlastní kapitál** při konkrétní úrovni zadlužení. (Mařík, 2007, s. 206)

A) WACC

Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají od svých investic a tomu odpovídajícímu riziku.

$$WACC = n_{CK} (1\text{-}d) \frac{CK}{K} + n_{VK} \frac{VK}{K} \quad (7)$$

kde: n_{CK}……náklady na cizí kapitál

d……...sazba daně z příjmu

CK……tržní hodnota cizího kapitálu

N_{VK}…..náklady na vlastní kapitál

VK……tržní hodnota vlastního kapitálu

K……celková tržní hodnota investovaného kapitálu, K = VK + CK (Mařík, 2007, s. 207)

Pro výpočet WACC by neměla být používána účetní struktura kapitálu. Náklady na cizí kapitál vypočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platí podnik věřitelům. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. To lze odvozovat z alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku. (Mařík, 2007, s. 212-215)

B) Náklady na vlastní kapitál

V praxi nejvíce uplatňovaný model oceňování kapitálových aktiv. Je využíván především na vyspělých kapitálových trzích. (Knápková, Pavelková, Štekr, 2013, s. 231) Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál lze využít model CAPM:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (8)$$

kde: r_e…….náklady vlastního kapitálu

$r_{f...}$……...bezriziková úroková míra

β……..koeficient relativní rizikovosti podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu

r_m……průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m – r_f)$...riziková prémie kapitálového trhu

„…CAPM (Capital Asset Pricing) – a model in with the cost of capital for any stock or portfolio of stock equals a risk-free rate plus a risk premium that is proportionate to the systematick risk of the stock or portfolio…“ (International valuation standards council, 2014)

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tento oceňovací postup je založen na minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Vychází z upravených výsledků hospodaření a ty jsou základem pro výpočet trvalého zisku, tj. prostředků, které je možno vyplatit vlastníkům. (Mařík, 2007, s. 257)

4.1.2.1 Analytická metoda

Vychází ze skutečných, účetní politikou nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být podniku odebrány, aniž by byl ohrožen jeho další vývoj. Předpokladem je také trvalá existence podniku.

$$H_n = \sum_{t=1}^{T} \frac{ČVt}{(1+i_k)^t} + \frac{TČV}{i_k} \times \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (9)$$

kde: H_n……..hodnota vlastního kapitálu

$ČV_t$……hodnota odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T……délka I. fáze

TČV…..trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve II. fázi

I_k……kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2007, s. 270-271)

4.1.2.2 Paušální metoda

Metoda se používá u podniků, u kterých je obtížné prognózovat budoucnost, např. menší podniky pracující na zakázku. (Mařík, 2007, s. 271) Podstatou paušální metody je vypočítání trvalého čistého výnosu k rozdělení. (Kramná, 2011, s. 55)

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^{K} q_t \times ČV_t \quad (10)$$

kde: $ČV_t$……minulé upravené čisté výnosy

q_t……váhy určující význam čistého výnosu za minulý určitý rok

K……počet minulých let zahrnutých do výpočtu

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

„…Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Je to v podstatě ukazatel výnosnosti, který však překonává nedostatky ukazatelů, které se dosud pro tento účel používaly….“ (Mařík, 2007, s. 282)

Ukazatelé výnosnosti podniku typu ROE, ROA, apod. jsou založeny na účetním hospodářském výsledku, a tím jsou snadno ovlivnitelné. Dále jejich nevýhoda tkví v nezohledňování časové hodnoty peněz, a co je důležité, ani rizika investorů. Model EVA (ekonomická přidaná hodnota) měří ekonomický zisk, tedy zisk, který zbude po odečtení jak běžných nákladů, tak nákladů na kapitál vlastní i cizí.

„...Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky..." (Pavelková, 2012, s. 52)

EVA má úzkou vazbu na hodnotu akcií, další její výhodou je, že využívá co nejvíce informací z účetnictví a v neposlední řadě i to, že zahrnuje kalkulaci rizika.

$$EVA = NOPAT - C \times WACC \quad (11)$$

kde: NOPAT……..zisk z operační (hlavní) činnosti podniku

C……kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku (NOA)

WACC……..průměrné vážené náklady kapitálu (Mařík, 2007, s. 284)

Důležitou úlohu v oceňování tímto způsobem má tržní přidaná hodnota – MVA. Je to jakýsi provozní goodwill. MVA je současná hodnota budoucích EVA. Eva měří úspěch společnosti během minulého roku, MVA je pohled do budoucnosti. (Mařík, 2007, s. 295-296)

4.1.3.1 Vyčíslení NOA (čistých operačních aktiv)

Pro tento výpočet je stěžejním výkazem rozvaha. Je nutné vymezit operační aktiva krytá vlastním a úročeným kapitálem. Hodnota aktiv se musí upravit o položky, které v rozvaze nenajdeme, např. leasing, náklady na reklamu, vzdělávání pracovníků, výzkum a vývoj, atd. Jestliže tyto položky nejsou zařazeny do investic a neodepisují se postupně, jejich jednorázovým zaúčtováním do nákladů snižují výsledek EVA v běžném roce. Dalšími úpravami mohou být oceňovací rozdíly u dlouhodobého a oběžného majetku. Dále je třeba vyloučit aktiva, která nejsou nezbytná pro hlavní činnost podniku. Může to být dlouhodobý finanční majetek typu cenných papírů a portfoliových investic, strategické investice, které budou přinášet zisk až v budoucích obdobích. Dále vyloučíme tu část krátkodobého finančního majetku, který neslouží k operativní činnosti. Z aktiv dále vyloučíme nevyužité pozemky a budovy, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku, majetek provozně málo využitelný, např. nepotřebné zásoby, nedobytné, ale stále vedené pohledávky, atd. Nedokončené investice jsou zpravidla provozně nutný majetek, protože ale nejsou

k dispozici k tvorbě zisku, musíme je z aktiv také vyloučit. Takto upravená aktiva musíme ještě snížit o pasiva, která nenesou náklad. Těmi jsou krátkodobé závazky, pasivní položky časového rozlišení a nezpoplatněné dlouhodobé závazky. (Pavelková, 2012, s. 58-61)

4.1.3.2 Vyčíslení NOPAT (čistý operativní zisk)

Pro určení NOPAT je důležité vycházet z aktiv, které tvoří NOA. K určení výše NOPAT je upravován výsledek hospodaření z běžné činnosti.

- Vyloučení nákladových úroků jejich přičtením k VH.
- Vyloučení mimořádných položek, které se nebudou pravidelně opakovat, např. odstupné pro větší počet zaměstnanců, náklady na restrukturalizaci, prodej HIM, atd.
- Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv.
- Úprava daní na úroveň NOPAT. (Mařík, 2007, s. 290)

4.2 Ocenění na základě analýzy trhu

Princip těchto metod je jednoduchý a v běžném životě hojně používaný. Každý, kdo chce něco koupit, by si měl předem zjistit cenu, která je na trhu obvyklá. U běžně obchodovatelných statků je tento způsob oceňování jednoduchý a běžný. Složitější je to u prodeje nebo koupě podniku. (Kramná, 2011, s. 82)

4.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Takto se oceňují akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na kapitálovém trhu. Omezení, která jsou s touto metodou spojena: (Kramná, 2011, s. 82)

- Vlastní kurz akcie – je stanoven jako průměrná cena za poslední období a nepřebírá se z hodnoty poslední tržní ceny k datu ocenění.
- Aktuální tržní cena vychází z prodeje zlomku celkového počtu akcií. V případě prodeje 100% akcií podniku nelze předpokládat, že tržní cena bude stejná.

4.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Metoda je využívána u společností, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu a pro ostatní společnosti, které nejsou akciovými společnostmi. Tržní hodnota takových společností se odvozuje od tržní hodnoty podobných podniků. Lze tuto metodu využít jen tehdy, jsou-li rozdíly malé. (Kramná, 2011, s. 83) Praxe zná několik variant tohoto tržního porovnání. (Mařík, 2007, s. 304-305)

a) **Metoda srovnatelných podniků** – srovnání s podniky, u kterých je známa cena jejich obchodovaných akcií.
b) Srovnání s podobnými podniky, jejichž podíly byly oceňovány pro **vstup na burzu.**
c) **Metoda srovnatelných transakcí** – srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe jejich realizační cenu.
d) **Metoda odvětvových multiplikátorů.**

4.3 Ocenění na základě analýzy majetku

Princip majetkového ocenění podniku je jednoduchý a obecně srozumitelný. Vycházíme z předpokladu trvalé existence podniku, tj. „going concern" principu – ocenění na principu reprodukčních cen – substanční hodnota. Pokud nepředpokládáme nepřetržitou existenci podniku – ocenění likvidační hodnotou. (Mařík, 2007, s. 321)

4.3.1 Substanční hodnota

Využívá při oceňování majetku podniku reprodukčních cen a cílem oceňovatele je vlastně odpovědět na otázku *„…kolik by mě stálo znovuvybudování daného podniku?.." (Mařík, 2007, s. 324)*

4.3.2 Likvidační hodnota

Je zjišťována za předpokladu, že podnik má problémy se zajištěním budoucí existence. Tato hodnota udává množství peněz, které lze získat prodejem jednotlivých majetkových částí podniku. (Kramná, 2011, s. 61)

4.4 Souhrnné ocenění podniku

V praxi je dnes běžné, že oceňovatel při ocenění použije minimálně dvě oceňovací metody. Výsledky se často liší, a tak je pro vyvození výsledné hodnoty potřeba zvážit samotný charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých vstupních dat a na základě toho přisoudit každé použité metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění. V žádném případě se nedoporučuje dělat průměr výsledných hodnot jednotlivých metod. Užitečné je také doplnit ocenění o citlivostní analýzu, tj. uvést, jaká hodnota by vyšla, pokud by se změnil některý z hlavních vstupních údajů například o 1 pct bod. (Mařík, 2007, s. 426)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI

Agrodružstvo Postoupky vzniklo v roce 1999. Zabývá se podnikáním v oblasti zemědělské výroby. Hospodaří severozápadně od Kroměříže v celkem 15 katastrech. Jsou to katastry obcí Postoupky, Lutopecny, Zlobice, Bezměrov, Hradisko, Miňůvky, Kroměříž, Měrůtky, Bojanovice, Věžky, Popovice, Chropyně, Kojetín, Popůvky a Koválovice u Kojetína. Celková výměra zemědělské půdy činí 1 286 ha se specializací na pěstování obilovin, olejnin a kukuřice na zrno. Od roku 2013 se obnovilo pěstování cukrovky, které bylo cca před pěti lety pozastaveno. Živočišná výroba je zaměřena na chov krav s tržní produkcí mléka a výrobu hovězího masa. Výroba mléka je soustředěna na farmě Postoupky, kde je ustájeno 290 krav. Mléko tvoří zhruba 38 % celkové produkce družstva a je zpracováváno na kvalitní sýry v mlékárně KROMILK, a.s. v Kroměříži.

5.1 Základní údaje o podniku dle Obchodního rejstříku

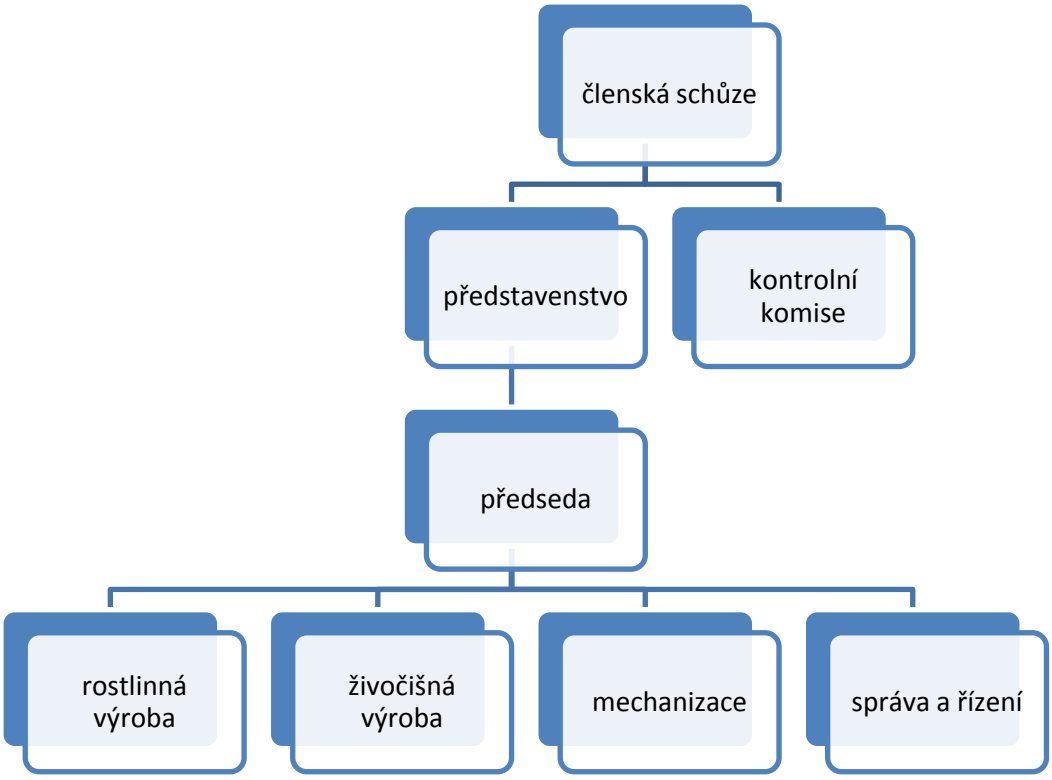
Obchodní jméno:	Agrodružstvo Postoupky, družstvo
Sídlo:	Kroměříž, Postoupky 14
Právní forma:	družstvo
Základní kapitál zapisovaný:	50.000 Kč
Datum vzniku:	9. 4. 1999
Počet zaměstnanců:	35
Předmět podnikání:	Zemědělská prvovýroba
	Truhlářství, podlahářství
	Silniční motorová doprava

5.2 Rozdělení dle majetkových podílů

Rozdělení majetkových podílů:	do 100tis. Kč ……..162 členů
	100 – 500tis. Kč……51 členů
	500tis. – 1mil. Kč……4 členové
	1 – 2 mil. Kč……3 členové
	nad 2 mil. Kč……...5 členů

5.3 Organizační struktura

Družstvo je tvořeno čtyřmi ekonomickými středisky. Rostlinnou výrobou, živočišnou výrobou, mechanizací a správou a řízením. Každé z těchto středisek samostatně hospodaří a vykazuje samostatný výsledek hospodaření.



Obrázek č. 1 Organizační členění družstva (vlastní zpracování)

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Strategická analýza je klíčovou fází oceňovacího procesu a pomocí jí chci vymezit celkový výnosový potenciál podniku. Výnosový potenciál je závislý na potenciálu vnějším a vnitřním. (Mařík, 2007, s. 56)

6.1 Analýza relevantního trhu

Tato analýza je prvním krokem strategické analýzy. Trh lze vymezit dle hledisek takto:

a) **Z hlediska věcného, tj. hledisko produktu** – hlavními produkty družstva jsou obiloviny, řepka, kukuřice na zrno, cukrová řepa, mléko a hovězí maso.
b) **Z hlediska území** - pro tuto práci za relevantní trh budu považovat celé území ČR.
c) **Z hlediska zákazníků** - největšími odběrateli rostlinné produkce podniku Agrodružstvo Postoupky jsou firmy Navos, a.s., která je členem holdingu Agrofert, a.s. a Soufflet Agro, a.s., což je nadnárodní společnost se sídlem ve Francii. Největšími odběrateli živočišné produkce je pro mléko společnost Kromilk, a.s. a pro maso firma Jacom, a.s.
d) **Z hlediska konkurentů** - v okrese Kroměříž je cca 20 zemědělských podniků, které mají stejný nebo podobný výrobní program. Jelikož ale za relevantní trh budu považovat celé území ČR, konkurenty jsou všechny podniky se zemědělskou produkcí, které podnikají na území ČR.

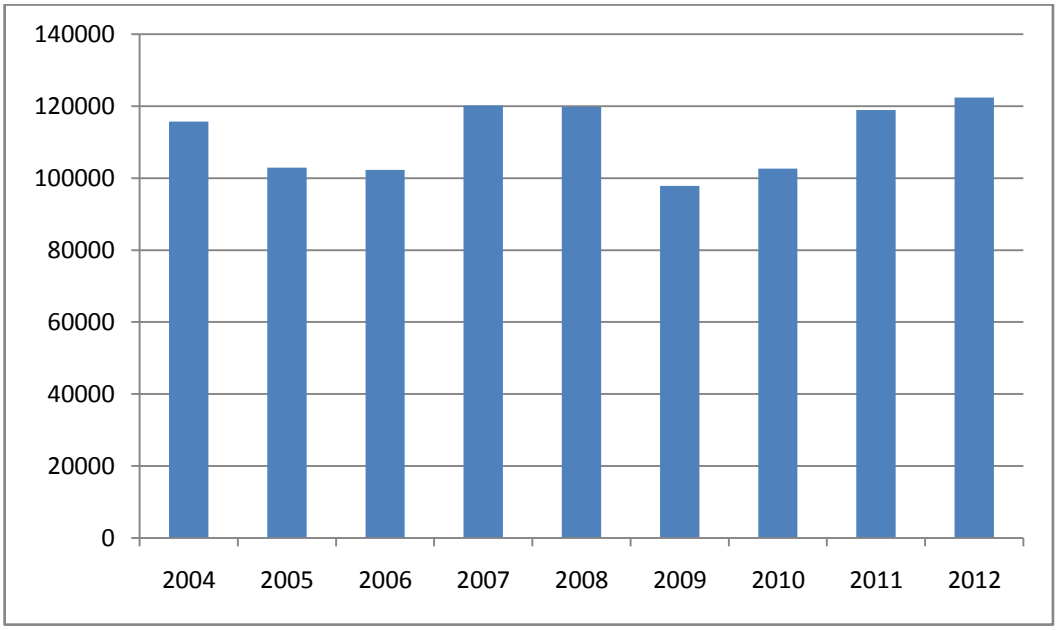
6.1.1 Odhad velikosti trhu

Velikost trhu jsem odvodila na základě velikosti poptávky, tj. na základě celkových tržeb v odvětví.

Tab. č. 4 Vývoj produkce zemědělského odvětví (vlastní zpracování dle dat ČSÚ))

Rok	Trh ČR celkem (mil. Kč) v b. c.	Tempo růstu (v %)
2004	115 752	X
2005	102 893	- 11,11
2006	102 265	- 0,61
2007	120 183	17,52
2008	119 776	- 0,34
2009	97 816	- 18,33
2010	102 606	4,90
2011	118 880	15,86
2012	122 374	2,94

Průměrné tempo růstu v odvětví je 1,35%. Ve sledovaných osmi letech se trh 4x propadl a 4x rostl. Celkový propad byl – 30,39% a celkový růst + 41,22%. Růst tedy překročil propad o 10,83%.



Obrázek č.2 Vývoj produkce zemědělského odvětví (vlastní zpracování dle dat ČSÚ)

6.2 Analýza atraktivity trhu

Pro hodnocení atraktivity trhu jsem zvolila tyto kritéria:

- Růst trhu – nelze předpokládat, že by spotřeba obyvatel nějak dramaticky rostla, tudíž ani nelze předpokládat, že tempo růstu odvětví nějak dramaticky poroste.
- Velikost trhu – celkový objem trhu je relativně stále stejný, existuje však tlak ze strany dovozců na dovoz levnější zemědělské produkce např. z Polska.
- Intenzita přímé konkurence – vysoká díky dotovaným dovozům ze zahraničí.
- Průměrná rentabilita – nízká.
- Citlivost trhu na konjunkturu – objem produkce je stejný, ale na konjunktuře je závislý pohyb cen komodit.
- Struktura a charakter zákazníků – hlavními odběrateli jsou velké, většinou nadnárodní podniky, které vlastní i zpracovatelské podniky.

Pro hodnocení atraktivity trhu jsem zvolila sedm kriterií s bodovým ohodnocením 0 – 6 bodů. Každému z nich jsem přiřadila váhu. Maximální počet bodů je 72.

Tab. č. 5 Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování dle Maříka)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha
		0	1	2	3	4	5	6		Body
Růst trhu	2				x				3	6
Velikost trhu	2				x				3	6
Intenzita konkurence	2		x						1	2
Průměrná rentabilita	1			x					2	2
Citlivost na konjunkturu z hlediska cen	2						x		5	10
Struktura zákazníků	2					x			4	8
Vlivy prostředí	1			x					2	2
Celkem	**12**									**36**

Maximální počet bodů:	72
Dosažený počet bodů:	36
Hodnocení:	**50%**

Analyzovaný trh je z hlediska atraktivity průměrný.

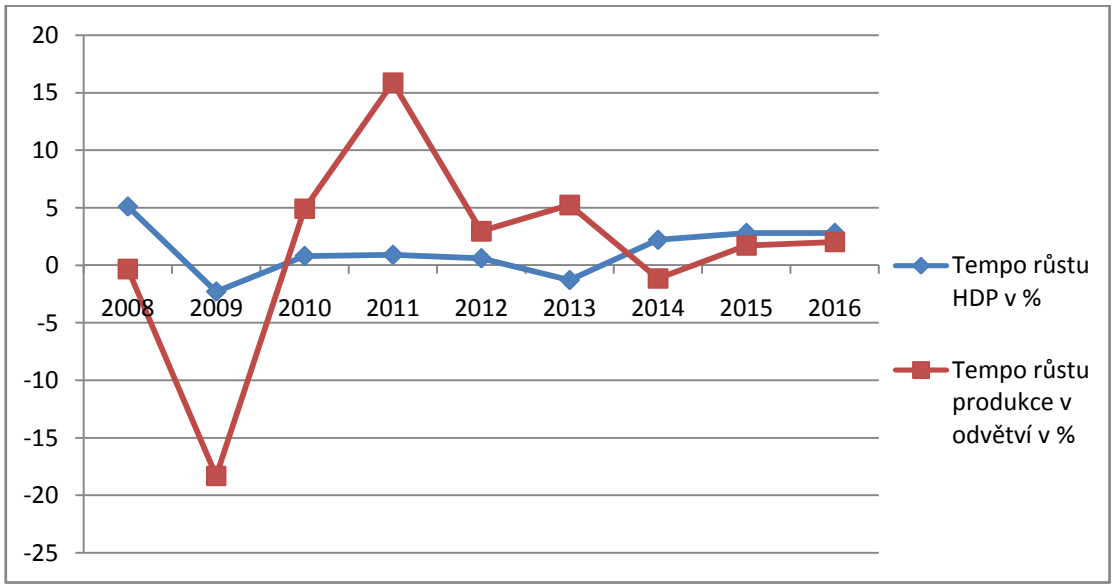
6.2.1 Prognóza vývoje trhu v odvětví

V předchozí části jsem analyzovala velikost a dosavadní vývoj trhu v odvětví a teď se pokusím odhadnout další vývoj, a to z dat ČSÚ a prognóz vývoje HDP a inflace z dat ČNB.

Tab. č. 6 Prognóza vývoje relevantního trhu v odvětví (vlastní zpracování)

Rok	HDP b.c. (mld. Kč)	*Tempo*	Tržby v odvětví b.c. (tis. Kč)	*Tempo*	Míra inflace
2008	3 848	*5,1%*	119 776	*-0,3%*	6,300
2009	3 759	*-2,3%*	97 816	*-18,3%*	1,000
2010	3 791	*0,8%*	102 606	*4,9%*	1,500
2011	3 823	*0,9%*	118 879	*15,9%*	1,900
2012	3 846	*0,6%*	122 374	*2,9%*	3,300
2013	**3 796**	***-1,3%***	**128 762**	***5,2%***	**1,400**
2014	**3 879**	***2,2%***	**127 255**	***-1,2%***	**1,200**
2015	**3 988**	***2,8%***	**129 419**	***1,7%***	**2,700**
2016	**4 100**	***2,8%***	**132 007**	***2,0%***	**2,300**
2017	**4 215**	***2,8%***	**134 647**	***2,0%***	**2,300**

Pro sestavování finančního plánu budu počítat, že v dalším období, tj. rok 2016 a dále, zůstane růst relevantního trhu na úrovni roku 2016, tj. 2%.



Obrázek č.3 Tempo vývoje HDP a tržeb v odvětví (vlastní zpracování)

6.3 Analýza konkurenční síly podniku

6.3.1 Stanovení tržního podílu Agrodružstva Postoupky a prognóza tržeb

Tržní podíl družstva vypočítám jako poměr objemu tržeb AGD Postoupky a objemu tržeb v odvětví.

Tab. č. 7 Stanovení tržního podílu AGD Postoupky (vlastní zpracování)

Rok	Relevantní trh	Růst trhu	Tržní podíl AGD Postoupky	Tempo růstu tržeb AGD Postoupky	Tržby AGD Postoupky v mil. Kč
2008	119 776		0,05%		60
2009	97 815	-18,3%	0,05%	-23,3%	46
2010	102 879	5,2%	0,04%	-2,2%	45
2011	118 879	15,6%	0,04%	-4,4%	43
2012	122 374	2,9%	0,04%	9,3%	47
2013	**128 762**	**5,2%**	**0,04%**	**6,0%**	**50**
2014	**127 255**	**-1,2%**	**0,04%**	**7,4%**	**54**
2015	**129 419**	**1,7%**	**0,04%**	**3,6%**	**56**
2016	**132 007**	**2,0%**	**0,04%**	**5,0%**	**59**
2017	**134 647**	**2,0 %**	**0,04%**	**3,6%**	**61**

Tržní podíl je poměrně stabilní a pohybuje se kolem 0,04%. Tento podíl zhruba odpovídá podílu půdy obhospodařované Agrodružstvem Postoupky vůči celkovému objemu obhospodařované výměry půdy na území ČR, což je celkem 2.480.655 ha. Objem trhu v zemědělství je relativně stále stejný, je však velký tlak na dovoz ze zahraničí.

6.3.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly družstva

6.3.2.1 Analýza konkurenční síly

K analýze konkurenční síly použiji Porterův model 5-ti konkurenčních sil.

a) Konkurence uvnitř oboru – v okrese Kroměříž je cca 20 zemědělských podniků, které mají stejný nebo podobný výrobní program. V zemědělském podnikání ani nejde tak o to kolik konkurentů podnik kolem sebe má, ale s jakými náklady je schopen vyrábět jednotlivé komodity. Fixní náklady, které jsou významně ovlivněny výší odpisů, závisí na podílu nových, výkonných zemědělských strojů na celkovém strojovém parku. Podniky s modernějším strojovým parkem mají větší odpisovou zátěž než podniky se staršími stroji. Vzhledem k tomu, že na území ČR v zemědělství podniká téměř 48 tis. zemědělských subjektů je, dle mého názoru, konkurence velká.

b) Odběratelé – vyjednávací síla kupujících – v zemědělství se výstupní ceny jednotlivých komodit řídí cenami na komoditní burze. Ta samozřejmě odráží situaci na trhu, tzn., že v období sklizně a těsně po ní jdou ceny dolů a s odstupem času začíná opět růst, nejvyšší je v období před novou sklizní. Ceny na komoditní burze jsou samozřejmě ovliv-

něny i faktorem, který nikdo nemůže ovlivnit - počasím. S nadsázkou lze říci, že vrtochy počasí na jednom konci planety „pomohou“ zemědělcům se zpeněžením úrody na druhém konci planety. Tato situace ale nemusí být vždy pravdivá. Samozřejmě jde o tržní prostředí, kde hraje roli nabídka a poptávka. Pokud se budu zabývat pouze mnou vytyčeným relevantním trhem, je zde hrozba dovozu levnějších komodit, např. z Polska a Maďarska.

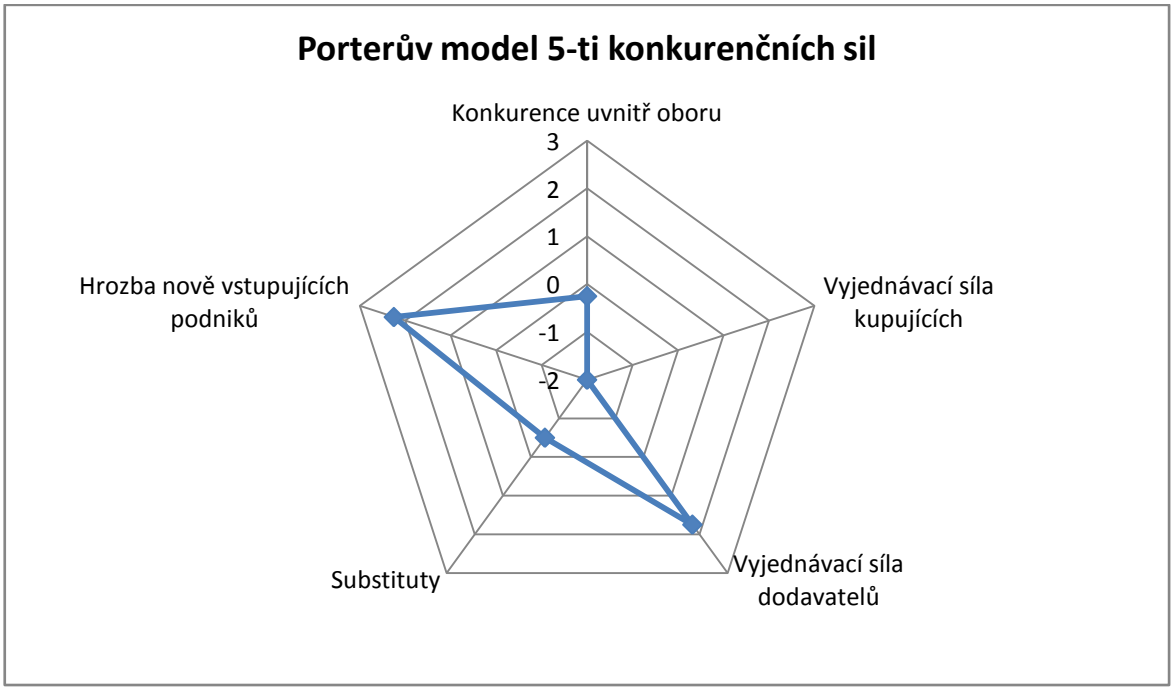
c) Dodavatelé – vyjednávací síla dodavatelů – co se týká dodavatelů mohli bychom modifikovat předchozí odstavec o odběratelích. Ceny vstupů se řídí trhem, hrozbou je neustálé zvyšování cen vstupů jako jsou energie, pohonné hmoty, hnojiva, chemické ochranné prostředky, atd. Toto může znamenat pro podnik hrozbu.

d) Substituty – z pohledu koncového zákazníka pekárny by se mohlo zdát, že např. pšenice je jen jedna. Opak je pravdou. Pokud odběratel chce potravinářskou pšenici určitých parametrů, nespokojí se s parametry jinými nebo dokonce s pšenicí krmnou. Naopak zpracovatel vyrábějící krmné směsi pro zvířata nechce pšenici potravinářskou. Dokonce už při uzavírání dodavatelsko – odběratelských smluv si např. Pivovar Nošovice přímo do smlouvy uvede jakou odrůdu sladovnického ječmene od družstva odkoupí a za jakou cenu. Pokud se zrovna úroda nasmlouvané odrůdy nepovede a podnik nedodá nasmlouvané množství, tak i když nabídne odrůdu se stejnými parametry odběratel nemusí tuto dodávku vůbec realizovat nebo má právo na nižší výkupní cenu. Z pohledu družstva ale nevidím hrozbu substitutů jako významnou.

e) Nově vstupující podniky – v současné době vstoupit na trh zemědělských podnikatelů není těžké, co se týká legislativy. Je potřeba pouze živnostenský list a registrace v Rejstříku zemědělských podnikatelů. Zjednodušeně by se dalo říct, že kdo je vlastníkem půdy, může se stát zemědělským podnikatelem. Ale i tento atribut má své ALE. Aby bylo podnikání efektivní, nestačí jednotky, ba ani desítky hektarů. Mezi soukromými zemědělci je názor, minimální výměrou je cca 500ha. Pokud je dotyčný nevlastní, musí přistoupit k pronájmu půdy a v tom spatřuji výhodu pro stávající podniky, protože ty zpravidla část obhospodařované půdy vlastní a zbývající výměru mají již pronajatu na základě nájemních smluv s obvykle několikaletou výpovědní lhůtou. V Agrodružstvu Postoupky je výpovědní lhůta pro vydání pozemku 5 let. Nově příchozí podnikatelký subjekt by musel vlastníky půdy přemluvit, samozřejmě cenou, aby vypověděli nájemní smlouvy na své pozemky v družstvu, pak čekat 5 let a teprve poté uzavřít s nimi nájemní smlouvu. Dle výše zmíněných argumentů si myslím, že nově příchozí ekonomické subjekty do odvětví nepředstavují pro Agrodružstvo Postoupky hrozbu.

Tab. č. 8 Porterům model 5-ti konkurenčních sil v aplikaci na AGD Postoupky (vlastní zpracování)

Faktor	Vliv	
Konkurence uvnitř oboru		
Počet konkurentů	-3	-0,25
Míra diferenciace produktů	-2	
Struktura nákladů – výše fixních nákladů	1	
Vstupní bariéry	3	
Vyjednávací síla kupujících		
Koncentrace zákazníků - počet	-3	-2
Závislost na specializovaném produktu	2	
Citlivost na kvalitu	-4	
Orientace na nejnižší cenu	-3	
Vyjednávací síla dodavatelů		
Koncentrace dodavatelů - počet	3	1,75
Substituty ve stupech	2	
Kvalita produktů	1	
Cena	1	
Substituty		
Cena substitutů	1	-0,5
Relativní výše cen	3	
Ochota kupujících přejít na jiný výrobek	-3	
Náklady spojené s přechodem na jiný výrobek	-3	
Hrozba nově vstupujících podniků		
Know – how pro vstup do odvětví	2	
Náklady na vstup do odvětví	3	
Loajalita zákazníků	2	2,25
Vládní regulace	2	



Obrázek č. 4 Porterův model 5-ti konkurenčních sil aplikovaný na oceňovaný podnik (vlastní zpracování)

6.3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu družstva

a) Management a řízení družstva

Tab. č. 9 Analýza vnitřního potenciálu – kvalita managementu (vlastní zpracování)

Kritérium		Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
			0	1	2	3	4	5	6	
1	Schopnost tvořit vize	Žádné						x		Vedení má jasnou vizi
2	Schopnost tvořit strategie	Žádná						x		Vedení má jasnou strategii
3	Schopnost prognózovat	Špatná					x			Mimořádná
4	Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle				x				Realistické pohledy
5	Plánování běžné činnosti	Žádné					x			Pravidelně, obsáhle
6	Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení				x				Jasná kompetence a hodnoty
7	Osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
8	Schopnost se učit	Strnulost v minulém				x				Vysoká, zájem o nové
9	Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování					x			Schopnost rychle nalézt řešení
10	Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jednostrannost				x				Ovládá obě oblasti
Četnost bodů			**0**	**0**	**0**	**4**	**3**	**3**	**0**	
Body x četnost			**0**	**0**	**0**	**12**	**12**	**15**	**0**	

Získaný počet bodů : 39

Průměrný počet bodů: 3,9

b) Výkonný personál podniku

Tab. č.10 Analýza vnitřního potenciálu – personální oblast (vlastní zpracování)

Kritérium		Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
			0	1	2	3	4	5	6	
A. Kvalifikace a fluktuace										
1	Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na odborných pracovnících					x			Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2	Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval							x	Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3	Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace						x		Zatím nízká fluktuace
B. Klima v podniku										
4	Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost				x				Spokojenost, důvěra v budoucnost
5	Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům				x				Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady										
6	Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce					x			Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7	Náklady na školení	Minimální				x				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů			0	0	0	3	2	1	1	
Body × četnost			0	0	0	9	8	5	6	

Získaný počet bodů: 28

Průměrný počet bodů: 4

c) Inovace, výzkum a vývoj

Tab. č. 11 Analýza vnitřního potenciálu – inovace a výzkum

Kritérium		Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
			0	1	2	3	4	5	6	
A. Inovační síla										
1	Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství	x							Vysoký počet
2	Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů		x						Nadprůměrný podíl
3	Podíl nových produktů na tržbách (příspěvku na krytí, cash flow)	Nízký,		x						Vysoký
4	Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány			x					Propracovaný systém
B. Organizace výzkumu a vývoje										
5	Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém			x					Propracovaný motivační systém
6	Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl	x							Nadprůměrný podíl
Četnost bodů			2	2	2	0	0	0	0	
Body × četnost			0	2	4	0	0	0	0	

Získaný počet bodů: 6

Průměrný počet bodů: 1

d) Dlouhodobý majetek a investice

Tab. č. 12 Analýza vnitřního potenciálu – dlouhodobý majetek a investice (vlastní zpracování)

Kritérium		Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
			0	1	2	3	4	5	6	
1	Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacity						x		Kapacity optimálně využité
2	Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá				x				Modernější vybavení než u konkurence
3	Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost					x			Pečlivá údržba
4	Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“						x		Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5	Investiční controling	Žádné prvky investičního controllingu				x				Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6	Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedosta-tečná						x		Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů			**0**	**0**	**0**	**2**	**1**	**3**	**0**	
Body × četnost			**0**	**0**	**0**	**6**	**4**	**15**	**0**	

Celkem získaný počet bodů: 25

Průměrný počet bodů : 4,2

e) Přímé a nepřímé faktory konkurenční síly

Tab. č. 13 Souhrnná konkurenční síla AGD Postoupky (vlastní zpracování)

		Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
				0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1	Kvalita výrobků	3					x			3	12
	2	Cenová úroveň	3				x				3	9
	3	Intenzita reklamy	1		x						1	1
	4	Výhody místa	2					x			4	8
	5	Výhody distribuce	2					x			4	8
	6	Servis a služby	2				x				3	6
Nepřímé faktory	7	Kvalita managementu	3					x			4	12
	8	Výkonný personál	2					x			4	8
	9	Výzkum a vývoj	1		x						1	1
	10	Majetek a investice	2					x			4	8
	11	Finanční situace	2					x			4	8
Celkem			**23**									**81**

Maximální dosažitelný počet bodů: 138

Dosažený počet bodů: 81

Hodnocení: 59%

Z výsledků můžeme vidět, že konkurenční síla družstva je nad průměrem ostatních konkurentů. Z přímých faktorů má podnik lehce nadprůměrný faktor kvality výrobků, výhody místa podnikání a distribuce. Z nepřímých faktorů je velmi slabý faktor výzkumu a vývoje, ale tento faktor není z podnikatelského hlediska družstva tak významný.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

V procesu oceňování podniku finanční analýza plní dvě základní funkce:

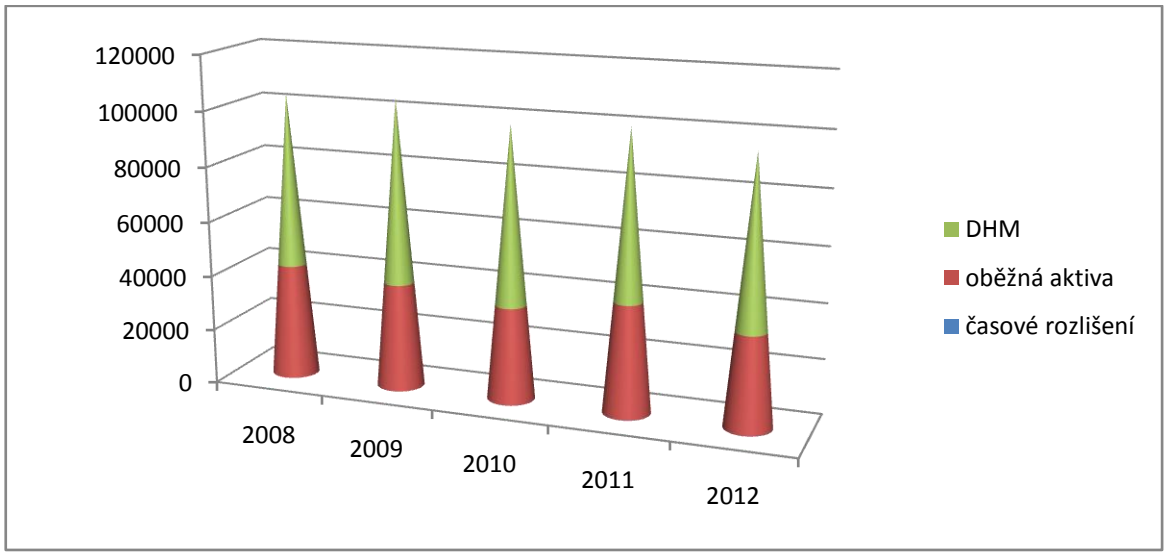
- Prověří finanční zdraví podniku.
- Vytvoří základ pro finanční plán k vyvození výnosové hodnoty.

7.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele se využívají k analýze vývojových trendů – srovnání vývoje v čase – **horizontální analýza** a procentní rozbor jednotlivých položek – **vertikální analýza.**

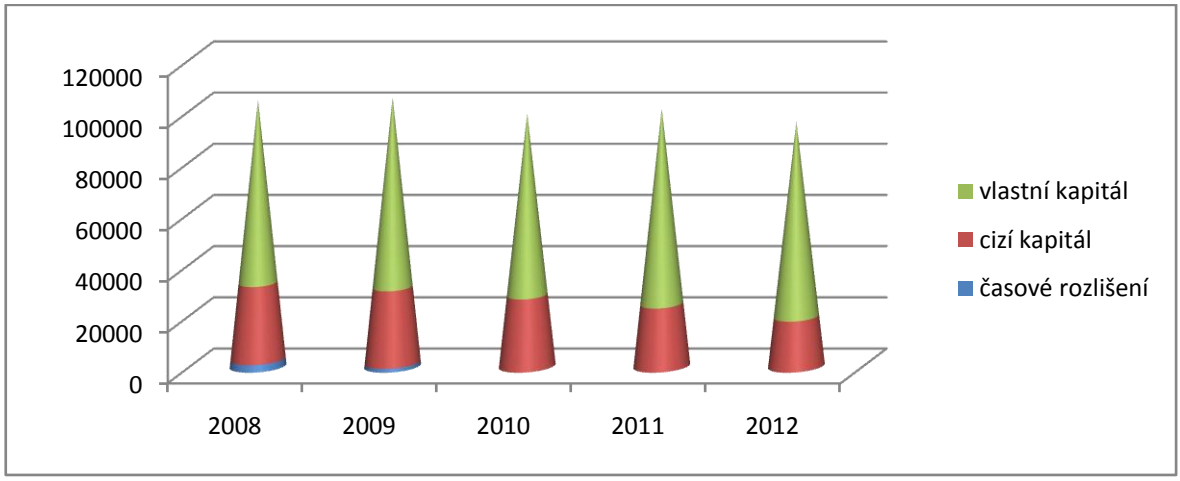
7.1.1 Analýza rozvahy

Vertikální i horizontální analýza rozvahy je uvedena v příloze P II, na tomto místě popíšu nejvýznamnější položky. Hodnoty dlouhodobého majetku družstva se pohybují v relacích 60-65% celkových aktiv. Zbytek hodnoty tvoří oběžná aktiva. V roce 2010 výrazně poklesla položka zásob v oběžných aktivech, což způsobilo zrušení chovu prasat. V tomto roce můžeme pozorovat výrazný pokles i celkových aktiv i hospodářského výsledku běžného účetního období a celé to souvisí právě se zmiňovaným zrušením chovu prasat.



Obrázek č. 5 Struktura aktiv (vlastní zpracování)

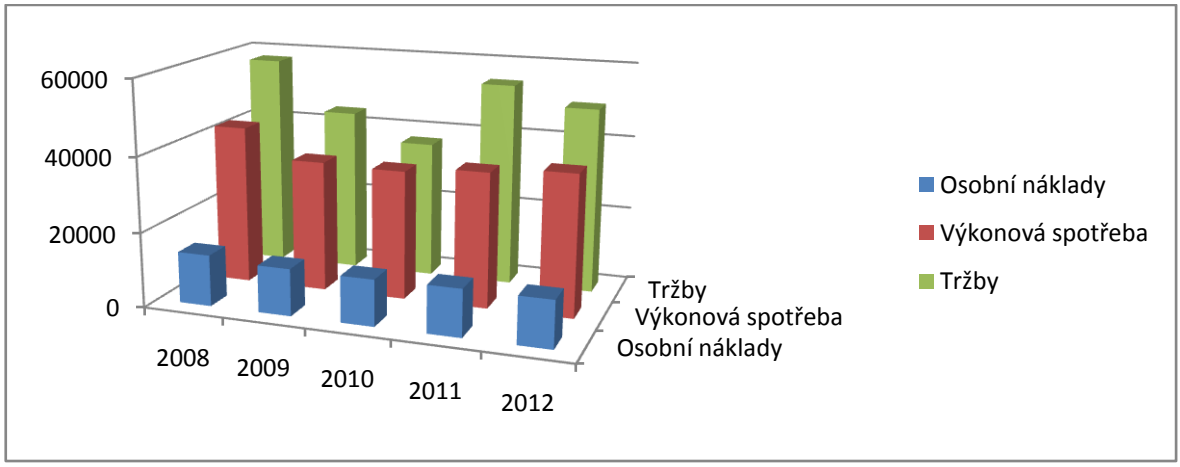
Hodnoty vlastního kapitálu se ve sledovaném období pohybují v rozmezí 68-80% celkových pasiv. V roce 2010 došlo k poklesu aktiv o 6% v důsledku prodeje jedné z farem, kde byl soustředěn chov prasat a ten byl, jak bylo výše zmíněno, v tomto roce zrušen.



Obrázek č. 6 Struktura pasiv (vlastní zpracování)

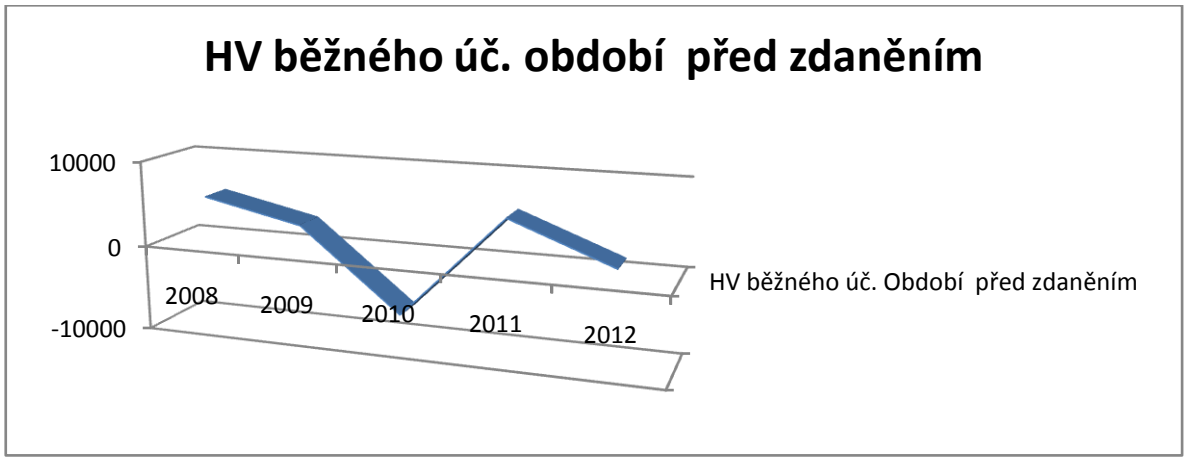
7.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

Kompletní analýzu výkazu zisku a ztráty uvádím v příloze P V, tady se pokusím vyzdvihnout nejdůležitější položky. Od roku 2008 plynule klesají tržby za vlastní výrobky a služba. Je to dáno cenami, ale také objemem produkce. Kritický byl rok 2010, kdy se setkalo více negativních faktorů, které přímo ovlivnily objem tržeb. Zrušení chovu prasat, jarní povodně, kdy oseté pozemky kolem Moravy byly zaplaveny a voda na nich stála dlouhou dobu. Takto družstvo přišlo cca o 1/3 tržby za řepku. Nákladové úroky klesají úměrně s poklesem zadlužení družstva. Jen v roce 2009 a 2010 mírně vzrostly z důvodu krátkodobého bankovního úvěru na nákup zemědělské techniky. Významnou položkou v provozním výsledku hospodaření jsou ostatní provozní výnosy, kam jsou účtovány přijaté dotace.



Obrázek č. 7 Vývoj objemu osobních nákladů v poměru k výkonové spotřebě a tržbám (vlastní zpracování)

Z výše zobrazeného grafu lze vyčíst, že objem prostředků vynaložených na osobní náklady není závislý na tržbách družstva.



Obrázek č. 8 Vývoj HV běžného účetního období před zdaněním (vlastní zpracování)

Tab. č. 14 Přehled ukazatelů zisku (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
EBITDA	12.298	9.735	2.019	15.523	9.361
EBIT	6.462	4.185	-5.399	6.718	2.117
EBT	5.633	3.131	-6.250	5.818	1.300
EAT	4.741	2.505	-6.250	4.721	1.056

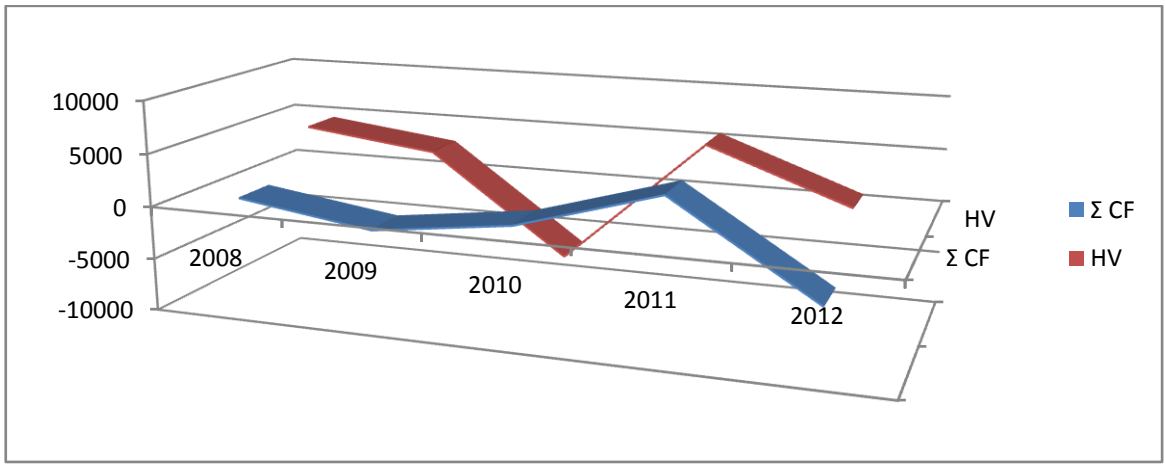
Podnik má kromě roku 2010 kladný čistý zisk, který se meziročně hodně mění. Rozdíly mezi EBIT a EBT jsou nákladové úroky. Které se v letech 2008, 2010 a 2012 pohybovaly od 817tis Kč do 859tis. Kč. Pochází ze čtyř dlouhodobých bankovních úvěrů na nákup půdy a zemědělské techniky. Tyto úvěry družstvo uzavřelo již před sledovaným obdobím. V letech 2009 a 2011 se nákladové úroky pohybovaly v rozmezí 1.054 tis. Kč, resp. 1.537 tis. Kč. V roce 2008 se jednalo o navýšení dlouhodobého hypotečního úvěru na nákup zemědělské půdy a v roce 2011 to byl krátkodobý bankovní úvěr na nákup zemědělské techniky. EBITDA je oproti EBITu v některých letech více než dvojnásobná, a to proto, že družstvo neustále investuje do nového hmotného majetku. Investiční politikou firmy je, každoročně investovat minimálně ve výši odpisů.

7.1.3 Analýza cash flow

Tab. č. 15 Přehled o peněžních tocích (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
CF z provozní činnosti	15.607	5.779	3.526	13.175	10.441
CF z investiční činnosti	-19.156	-9.021	-4.433	-4.612	-8.718
CF z finanční činnosti	4.009	1.834	1.174	-4.390	-5.912
CF CELKEM	**460**	**-1.408**	**267**	**4.173**	**-4.189**

Stabilně podnik vykazuje kladné cash flow z provozní činnosti a to i v roce 2010, kdy výsledek hospodaření byl minusový. V letech 2009 a 2012 bylo cash flow záporné, a jak je vidět pramení to ze zvýšené investiční činnosti. Cash flow z investiční činnosti je stále záporné, protože družstvo neustále investuje do dlouhodobého majetku, hlavně nákupu půdy. Ze sledovaného období byl nejúspěšnější rok 2011.



Obrázek č. 9 Vývoj celkového cash flow a hospodářského výsledku (vlastní zpracování)

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

Podstatou poměrového ukazatele je, že dává do poměru různé položky rozvahy a výsledovky a umožňuje tak získat rychlou představu o finanční situaci podniku. Mezi poměrové ukazatele patří ukazatele likvidity, rentability, zadlužení a aktivity. Pro výpočet konkrétních hodnot ukazatelů jsem použila vzorce, které uvádím v příloze PVIII.

7.2.1 Analýza zadluženosti a dlouhodobé finanční stability

Tento ukazatel slouží jako indikátor výše rizika, které podnik snese vzhledem ke struktuře celkového kapitálu. Základním ukazatelem zadluženosti je celková zadluženost podniku, doporučené hodnoty jsou 30-60% celkových aktiv.

Tab. č. 16 Analýza ukazatelů zadluženosti a dlouhodobé finanční stability (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost (%)	28,6	28,1	28,1	24,3	20,3
Míra zadluženosti	0,42	0,4	0,4	0,32	0,25
Úrokové krytí	6,6	3	0	6,5	1,6
Doba splácení dluhů	1,6	5	3,7	2,7	2,9
Krytí stálých aktiv VK	68,6	70,5	71,8	75,7	79,7
Krytí stálých aktiv dl.zdroji	82,8	86,2	86,5	85,6	86,5

Celková zadluženost družstva je nízká a během analyzovaného období se snížila z 28% na 20%. Takto nízká zadluženost může mít negativní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Ukazatel míry zadluženosti je důležitým ukazatelem pro banky při žádosti o úvěr. Hodnoty 0,2-0,4 jsou pro družstvo dobrým předpokladem pro získání případného bankovního úvěru. Ukazatel míry krytí úroků má značně kolísavou tendenci. Hodnoty pod 2 značí slabou míru krytí úroků, 2-4 rizikovou, 4-6 jsou optimální hodnoty a nad 6 již výborné. Z analýzy je vidět, že družstvo se v hladině výborných hodnot míry krytí úroků pohybovalo v letech 2008 a 2011, v ostatních letech byly hodnoty slabé až rizikové. Doba splácení dluhů ukazuje dobu, za kterou by podnik byl schopen splatit dluhy z provozního cash flow. Optimální je klesající trend. U zemědělského družstva je tento ukazatel značně rozkolísaný. Ukazatele krytí stálých aktiv vlastním kapitálem a krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji vyznívají pro Agrodružstvo také velmi příznivě.

7.2.2 Analýza ukazatelů rentability

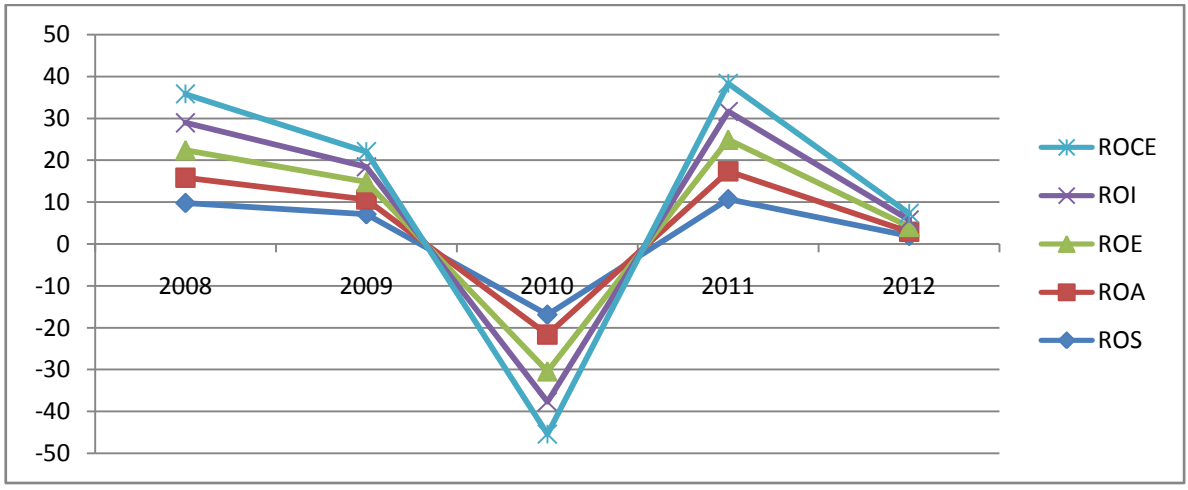
Tyto ukazatelé jsou měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje použitím zisku z investovaného kapitálu. Nejčastěji používané ukazatele jsou rentabilita tržeb (ROS), renta-

bilita celkového kapitálu (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE), rentabilita investovaného kapitálu (ROI) a rentabilita úplatného kapitálu (ROCE).

Tab. č. 17 Analýza ukazatelů rentability v % (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
ROS (%)	9,8	7,1	-16,9	10,7	1,9
ROA (%)	6	3,5	-4,7	6,6	1
ROE (%)	6,6	4,2	-8,8	7,6	1,2
ROI (%)	6,5	3,6	-7,3	6,7	1,6
ROCE	6,9	3,6	-7,7	6,7	1,6

Ukazatel rentability tržeb (ROS) vyjadřuje ziskovou marži a měl by mít stoupající tendenci. V zemědělství výše tržeb hodně závisí na počasí a tím pádem na objemu produkce. V roce 2010 družstvo postihly povodně, kdy část oseté výměry kolem Moravy byla zaplavena, a voda se na polích dlouho držela. Ukazatel rentability celkového kapitálu (ROA) měří produkční sílu podniku, je ukazatelem produkce zisku. Vývoj tohoto ukazatele je opět velmi rozkolísaný. To samé bych mohla říct o ukazateli rentability vlastního kapitálu (ROE). Tímto ukazatelem měříme výnosnost kapitálu vloženého vlastníky. Dle analýzy ukazatelů rentability se jeví jako nejúspěšnější rok ve sledovaném období rok 2011 a rok 2008. Nejméně úspěšným rokem byl rok 2010.



Obrázek č. 10 Vývoj ukazatelů rentability ve sledovaném období (vlastní zpracování)

7.2.3 Analýza ukazatelů likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Pokud má podnik mnoho finančních prostředků umrtveno v zásobách, pohledávkách a krátkodobém finančním majetku, snižuje tak svou výnosnost.

„…Likvidita je souhrn potenciálně likvidních prostředků, které má firma k dispozici pro úhradu svých splatných závazků…“ (Sedláček, 2001, s. 57)

Tab. č. 18 Analýza likvidity (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Hotovostní likvidita	0,14	0,03	0,05	0,33	0,05
Pohotová likvidita	1,61	0,93	0,72	1,19	0,92
Běžná likvidita	3,33	3,05	2,58	2,79	2,27
Podíl ČPK na OA (%)	70	67	61	64	62

U hotovostní likvidity by měly být hodnoty 0,2-0,5. Je patrné, že s hotovostní likviditou má družstvo velké problémy, pouze v roce 2011 je tato hodnota v relaci. Může to vypovídat o rizikovější formě financování. Pohotová likvidita by měla nabývat hodnoty 1-1,5. Tento ukazatel je pro družstvo nepatrně lepší než ukazatel hotovostní likvidity. Ukazatel běžné likvidity vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé cizí zdroje. Měl by nabývat hodnot 1,5-2,5. Hodnoty tohoto ukazatele se nacházejí lehce nad doporučenými hodnotami. Krátkodobou finanční stabilitu charakterizuje podíl čistého pracovního kapitálu (ČPK) na oběžných aktivech (OA). Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v rozmezí 30-50%. Jak je vidět, družstvo je v tomto parametru výrazně nad průměrem.

7.2.4 Analýza ukazatelů aktivity

Tyto ukazatele ukazují, jak podnik využívá vložený kapitál. Lze je vyjádřit v podobě obratu jednotlivých položek nebo v podobě doby obratu jednotlivých položek. Pro analýzu jsem použila tyto ukazatele:

- obrat aktiv,
- doba obratu zásob,

- doba obratu pohledávek,
- doba obratu závazků.

Tab. č. 19 Analýza ukazatelů aktivity (vlastní zpracování)

	Obrat aktiv	Doba obratu zásob (dny)	Doba obratu pohledávek (dny)	Doba obratu závazků (dny)
2008	0,55	99	100	63
2009	0,42	173	85	85
2010	0,37	101	100	80
2011	0,54	136	81	88
2012	0,52	134	68	78

Analýzou jsem zjistila, že obrat aktiv v AGD Postoupky je velmi malý, protože platí, že každá vložená koruna by měla vydělat minimálně další korunu. Tento faktor ale ovlivňuje příslušnost k odvětví. Doba obratu zásob vyjadřuje jaká doba je nutná k tomu, aby peněžní fondy přešly přes výrobky a zboží znovu do peněžní formy. Tento ukazatel souvisí se strukturou výroby. V tabulce je vidět, že tyto hodnoty výrazně přesahují dobu obratu pohledávek i závazků a tím negativně ovlivňují cash flow. Doba obratu pohledávek je ve dvou letech nižší než doba obratu závazků, ale i tak jsou tyto hodnoty velmi vysoké. Ve zbývajících letech je tato doba buď stejná nebo výrazně vyšší. U analyzovaného podniku je to způsobeno dlouhou dobou splatnosti faktur za mléko, kdy mlékárna má vyjednanou 90-ti denní splatnost. Čím delší je doba inkasa pohledávek, tím větší je potřeba úvěrů a tím vyšší jsou i náklady. V AGD Postoupky plní funkci úvěrů právě závazky vůči dodavatelům, což je vidět z hodnot doby obratu závazků. I tyto faktory mají vliv na cash flow, kromě dvou let bylo záporné.

Pokud se týká obratu aktiv, je zajímavé srovnání s hodnotami v odvětví, když za aktiva budeme považovat obhospodařovanou výměru půdy. Tzn., že hodnota tohoto ukazatele nám říká, kolik Kč vydělá podniku 1ha obhospodařované půdy a vypočítala jsem ho jako podíl tržeb v mil. Kč a obhospodařované půdy v tis ha. Tyto hodnoty jsem počítala pouze z tržeb podniku, nikoli z celkových výnosů.

Tab. č. 20 Analýza obratu aktiv v odvětví a AGD Postoupky (vlastní zpracování dle dat ČSÚ)

	2008	2009	2010	2011	2012
Odvětví	33,5	27,6	29,10	33,9	34,7
AGD Postoupky	48,3	36,7	30,8	45,8	41,7

7.2.5 Analýza souhrnných ukazatelů

Tyto ukazatele by měly říci o podniku, zda je „zdravý“ či „nemocný“. Za „nemocný“ podnik je považován ten s ohroženou likviditou. Jednotlivé poměrové ukazatele jsou shrnovány do jedné charakteristiky ve formě indexů. Z těchto souhrnných ukazatelů budu počítat Altmanův model, tzv. Z-skóre (index důvěryhodnosti) a IN 95 (bankrotní index).

Tab. č. 21 Altmanův model (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Z-skóre	2,38	2,18	1,83	2,69	2,83

Hodnota Z-skóre pro analyzovaný podnik se pohybuje v rozmezí 1,83 – 2,83. Tyto hodnoty jsou ve středních hodnotách, tzn., že se nejedná o podnik s ohroženou finanční stabilitou, ale také to není podnik, který by se nepotýkal s žádnými finančními problémy. Uspokojivá finanční situace znamená hodnotu Z vyšší než 2,99.

Tab. č. 22 Index IN 95 (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
IN 95	3,56	2,7	-0,11	4,03	2,65

Váhy indexu IN 95: V1=0,24; V2=0,11; V3=21,35; V4=0,76; V5=0,1; V6=14,57. (Neumaierová, Neumaier, 2002, s. 95-96) Výsledek indexu IN95 2 a více znamená podnik s dobrým finančním zázemím. Hodnoty v intervalu 1-2 představují podnik, který by mohl mít finanční problémy. Z výpočtu jsem zjistila, že kromě roku 2010, kdy měl podnik velké

finanční problémy, jsou hodnoty indexu IN95 nad hranicí 2, tzn., že jde o podnik s dobrým finančním zázemím.

7.2.6 Závěry z finanční analýzy

Družstvo dosahuje velmi špatných výsledků, co se týká hotovostní likvidity a to by mohlo do budoucna znamenat, že nebude schopné včas platit své splatné závazky. Celková zadluženost družstva byla v roce 2008 28,6% a postupně klesala až na 20,3% v roce 2012. Zároveň s celkovou zadluženosti, ale klesá i rentabilita vlastního kapitálu. Hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat nad úrovní alternativního nákladu na kapitál. Z analýzy obratu aktiv je patrné, že družstvo by svůj majetek mohlo využívat efektivněji. Dle Altmanova modelu analyzovaný podnik je podnikem, který se pohybuje ve střední zóně hodnot a dle indexu IN95 jde o podnik s dobrým finančním zázemím. Z dosažených výsledků předpokládám, že je dosažen „going concerm.“

8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Podnik má provozně nepotřebná aktiva v krátkodobém finančním majetku, dlouhodobém finančním majetku a ostatních provozně nepotřebných aktivech, konkrétně v budově, která je pronajímána na kanceláře.

a) **Krátkodobý finanční majetek** – peníze v pokladně, na běžných účtech v bankách

Tab. č. 23 Provozně nenutný krátkodobý finanční majetek v tis. Kč (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Peníze	6	1	26	25	31
Bank. účty	1.750	347	589	4.763	568
KFM	**1.756**	**348**	**615**	**4.788**	**599**
KBÚ	0	0	0	0	2.018
Kr. závazky	12.437	12.613	13.346	14.300	12.806
KCZ	**12.437**	**12.613**	**13.346**	**14.300**	**14.924**
Podíl KFM a KCZ	14,1%	2,8%	4,6%	33,5%	4%
Provozně nutný KFM	2.487	2.523	2.669	2.860	2.985
Provozně nenutný KFM	**0**	**0**	**0**	**1.928**	**0**

Za krátkodobý finanční majetek provozně nutný jsem při výpočtu považovala hodnotu 20% z krátkodobých cizích zdrojů. Kromě roku 2011, kdy jsem vypočítala hodnotu provozně nenutného krátkodobého finančního majetku na 1.920 tis. Kč, družstvo nemělo žádný provozně nenutný krátkodobý finanční majetek. Souvisí to s hotovostní likviditou, kdy jsem analýzou zjistila, že kromě roku 2011 byly hodnoty hotovostní likvidity hluboko pod spodní hranicí 0,2.

b) **Dlouhodobý finanční majetek** – podíly v ovládaných účetních jednotkách (20,5% podíl ve společnosti Kromilk, a.s., kam družstvo dodává celou svou produkci mléka, ostatní dlouhodobé cenné papíry a jiný dlouhodobý finanční majetek (půjčka

společnosti Agrohaná s.r.o., která je členem družstva s největším majetkovým podílem, a to cca 30%).

Tab. č. 24 Provozně nenutný dlouhodobý finanční majetek v tis. Kč (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Podíly v ovl. jednotkách	5.710	5.208	5.166	4.577	3.836
Ost. dl. cen. pap.	71	82	82	206	167
Jiný DFM	0	990	990	0	0
Provozně nenutný DFM	**5.781**	**6.280**	**6.238**	**4.783**	**4.003**

c) **Ostatní provozně nepotřebná aktiva** – nemovitosti nesouvisející se základním účelem podnikání; pohledávky nesouvisející se základním účelem činnosti podniku a pohledávky spojené s provozně nenutným majetkem; nedobytné pohledávky.

Tab. č. 25 Ostatní provozně nepotřebná aktiva v tis. Kč (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
Nepotřebný DM	240	229	218	207	196
Pohledávky spojené s provozně nenutným majetkem	519	542	498	532	622
Nedobytné pohledávky	100	100	100	100	100
Ostatní provozně nepotřebná aktiva	**859**	**871**	**816**	**839**	**918**

Tab.č. 26 Majetek provozně nepotřebný v tis. Kč (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012
KFM provoz. nenut.	0	0	0	1.928	0
DFM provoz. nenut.	5.781	6.280	6.238	4.783	4.003
Ostatní aktiva provoz. nenut.	859	871	816	839	918
Majetek provoz. nenut. celkem	**6.640**	**7.151**	**7.054**	**7.550**	**4.921**

8.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál

V této kapitole spočítám provozně nutný investovaný kapitál a to tak, že od bilanční sumy aktiv odečtu položky, které nepovažuji za provozně nutné a hodnotu závazků, u kterých nelze zjistit náklady na ně. Tuto hodnotu získám odečtením položek – závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům a státu – od hodnoty oběžných aktiv z rozvahy. V případě oceňovaného podniku mezi položky provozně nepotřebné jsem zahrnula budovu, která je pronajímána na kanceláře, majetkový podíl ve společnosti Kromilk, a.s. a ostatní cenné papíry.

Tab. č. 27 Investovaný kapitál provozně nutný (vlastní zpracování)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý nehmotný majetek	19	16	13	9	6
Dlouhodobý hmotný majetek	56 847	60 200	58 134	55 880	57 551
Dlouhodobý majetek provozně nutný	**56 866**	**60 216**	**58 147**	**55 889**	**57 557**
Zásoby	19 692	25 531	16 967	22 012	22 085
Pohledávky	18 227	11 335	9 037	12 161	11 220
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	12	27	47	96	91
Krátkodobé závazky	12 437	12 613	13 346	14 300	12 906
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	2 838	1 437	0	0	0
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	1 758	348	615	4 788	599
Provozně nutné peníze	1 758	348	615	2 145	599
Pracovní kapitál provozně nutný	**24 414**	**23 191**	**13 320**	**22 114**	**21 089**
Investovaný kapitál provozně nutný	**81 280**	**83 407**	**71 467**	**78 003**	**78 646**

8.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Tento výsledek hospodaření se počítá jako výsledek hospodaření s použitím provozně nutného investovaného kapitálu. Od provozního výsledku hospodaření z výsledovky se odečtou náklady a výnosy nesouvisející s hlavní podnikatelskou činností podniku.

Tab. č. 31 Korigovaný provozní výsledek hospodaření v tis. Kč (vlastní zpracování)

Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	**5 570**	**4 103**	**-4 622**	**6 966**	**932**
Vyloučení VH z prodeje majetku	-1 615	-362	-1 078	-1 181	-231
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	**3 955**	**3 741**	**-5 700**	**5 785**	**701**

9 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Sestavení finančního plánu je u oceňování výnosovými metodami nedílnou a nezbytnou součástí. Jelikož projekt ocenění bude zaměřen na ocenění podniku při jeho prodeji, bude jednou z metod ocenění výnosová metoda. Ve svém projektu ocenění vytvořím finanční plán na roky 2013 - 2017. Při tvorbě finančního plánu jsem vycházela z interních dokumentů Agrodružstva Postoupky, rozhovoru s předsedou družstva a samozřejmě i ze svých odhadů. Finanční plán by měl zahrnovat plánovanou rozvahu, plánovaný výkaz zisku a ztráty a plánovaný tok peněžních prostředků. Po celou dobu let 2013 – 2017 budu uvažovat sazbu daně z příjmu právnických osob 19%, což je sazba dle platného zákona o dani z příjmu.

9.1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Kompletní plánovaná výsledovka je uvedena v příloze P V, zde uvedu komentář k nejdůležitějším položkám.

Tab. č. 32 Položky plánovaného VZaZ v tis. Kč (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015	2016	2017
Výkony	53.140	54.600	56.820	59.577	61.186
Ostatní provozní výnosy	9.400	11.000	10.500	10.000	9.800
Výkonová spotřeba	40.607	39.100	39.647	40.560	41.493
Mzdové náklady	12.100	13.200	13.596	14.100	14.339
Odpisy	6.000	6.950	7.150	7.500	7.800
Plán VH	2.000	5.000	5.000	5.000	5.000

a) **Výkony** – položka výkony zahrnuje především tržby za vlastní výrobky a služby. V letech 2013 – 2017 družstvo neplánuje měnit strukturu výrobního programu, tudíž tržby za vlastní výrobky a služby porostou jen mírně. Již bylo zmíněno, že prognózované průměrné tempo růstu pro další roky je cca 2% ročně. Po rozhovoru s předsedou družstva jsem toto tempo mírně navýšila, protože zemědělský podnik očekává růst mezi 3 – 5% ročně. Je ale důležité zmínit, že položka tržeb za vlastní výrobky a služby je vždy tak trochu loterie, protože ceny komodit určuje světová

komoditní burza. Od ní se odvíjejí realizované ceny produkce jak rostlinné tak živočišné produkce.

b) **Ostatní provozní výnosy** – do této položky patří zejména dotace, které družstvo čerpá ze státního rozpočtu České republiky i z rozpočtu Evropské unie. Vzhledem k nové Společné zemědělské politice EU pro roky 2014 – 2020 lze očekávat mírné snižování dotací z fondů EU. I kvůli problémům se státním rozpočtem ČR nelze očekávat výrazný růst národních podpor, spíše jejich mírné snižování.

c) **Výkonová spotřeba –** sem patří položky spotřeba materiálu a energie a náklady na služby. Zcela jistě je zde možné očekávat zvyšování cen energií minimálně o úroveň inflace. Dále s modernizací strojového parku narůstají náklady na opravy a udržování, protože moderní stroje potřebují odborné zásahy mechaniků a ty se projeví v nákladech na služby od cizích. Také se dá očekávat nárůst nákladů na nakupovaná krmiva minimálně o úroveň inflace.

d) **Mzdové náklady –** mzdové náklady jsem vypočítala z podnikové mzdové politiky. Při příznivém výsledku hospodařením mzdy zvyšují každý rok o cca 3%. Nepočítá se s tím, že by se zásadně měnil počet stálých zaměstnanců.

e) **Odpisy –** hodnota odpisů by se nijak výrazně měnit neměla, počítá se s růstem cca 4% ročně.

f) **VH –** družstvo očekává, že po úspěšném roce 2012 bude úspěšný i rok 2013 kdy si naplánovalo zisk 2.000 tis. Kč a v dalších letech odhaduje, že se zisk zvýší na hodnotu 5.000 tis. Kč. Tato hodnota zisku je pro družstvo cílem a rádo by ji udrželo pak i v dalších letech.

9.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

a) Pro správné vyčíslení toku peněžních prostředků, který se vztahuje k hlavní podnikatelské činnosti, se nejprve musí upravit korigovaný výsledek hospodaření o část daně z příjmu, která připadá na příjem z hlavní provozní činnosti. Odpisy jsem převzala z plánované výsledovky. Změny v krátkodobých pohledávkách, závazcích, a také změny ve stavu zásob jsem určila při plánování rozvahy. Stejně tak peněžní tok z investiční činnosti. U položky „nabytí dlouhodobého majetku“ družstvo plánuje zvýšený nákup orné půdy od majitelů, kteří jim tuto půdu pronajímají, a kterým za to platí pachtovné. Také je plánována postupná modernizace strojového parku družstva.

b) Dále je vypočítán peněžní tok z neprovozního majetku, tam patří očekávané výnosy z pronájmu kancelářské budovy, výnosy z vlastnictví akcií mlékárny Kromilk, a,.s. a výnosy z prodeje ostatních cenných papírů.
c) Peněžní tok z finanční činnosti se skládá s postupného umořování dlouhodobých i krátkodobých úvěrů. Družstvo má na úvěry splátkové kalendáře, které vždy dodržuje. Poslední splátka úvěru která je dnes známa bude v roce 2016. Vedení družstva v tuto chvíli neplánuje navyšování cizích zdrojů bankovními úvěry.

Kompletní plánovaný tok peněžních prostředků je uveden v příloze P VI.

9.3 Plánovaná rozvaha

Pokud se týká investic do dlouhodobého provozního majetku, družstvo plánuje postupný nákup orné půdy a samozřejmě také počítá s modernizací strojového parku. Nepočítá se s příliš velkými investicemi do staveb, mírné navýšení, cca 3 - 7%, v roce 2014 a 2015 souvisí s plánovanými opravami střech, které budou muset být účtovány jako technické zhodnocení majetku. Položka dospělá zvířata zahrnuje dojnice základního stáda, které jsou hmotným majetkem družstva, a které jsou také účetně odepisovány. Jiný dlouhodobý finanční majetek obsahuje majetkový podíl v mlékárně Kromilk, a.s. tento podíl je každoročně přeceňován podle výsledku hospodaření mlékárny. Její hospodaření se ovšem pohybuje řádově kolem nuly s mírnými výkyvy do zisku nebo ztráty. Proto jsem v plánované rozvaze ponechala i pro další léta hodnotu z roku 2012. Podnik také předpokládá postupné snižování stavu zásob, což by mělo vést ke zvýšení obratu zásob. Pro příští léta vedení družstva chce snižovat částku pohledávek z obchodních vztahů v průměru o cca 20% za plánované období. Souvisí to i se zvýšením hodnoty krátkodobého finančního majetku, tzn., hodnoty peněz v pokladně a na bankovních účtech, a tím také ke zlepšení okamžité a pohotové likvidity. Jak jsem zjistila ve finanční analýze, s okamžitou a pohotovou likviditou mělo družstvo v minulosti velké problémy. S navyšováním nebo snižováním základního kapitálu družstvo nepočítá. V položce rezervy je zahrnuta částka, která by měla odpovídat odvodům na zdravotní a sociální pojištění z případných 13. platů a nevybrané dovolené konkrétního roku. Také družstvo počítá, v souvislosti se zvýšením okamžité a pohotové likvidity, současné snížení krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Družstvo také provozuje „Družstevní spořitelnu“, která slouží pro členy a zaměstnance družstva. Jsou to de facto půjčky od vlastníků podniku. Tyto prostředky jsou cizím zdrojem financování a v rozvaze jsou započítány v položce pasiv, závazky vůči zaměstnancům. Jelikož jsou tyto

vklady zhodnocovány 3,2% p.a. ročně, vedení družstva předpokládá, že majitelé účtů nebudou své finanční prostředky vybírat ve velké míře. V zájmu družstva ale je postupné snižování této položky. V položce závazky vůči zaměstnancům je také zahrnuta ještě nevyplacená mzda za prosinec daného roku, která bude vyplacena v lednu následujícího roku. I v této položce jsem počítala s mírným nárůstem cca 3%. Co se týká bankovních úvěrů, družstvo počítá se splácením stávajících úvěrů a neplánuje financování dalšími, novými, bankovními úvěry. Kompletní plánovaná rozvaha je uvedena v příloze P VII.

9.4 Finanční analýza plánu

Po sestavení finančního plánu jsem provedla analýzu sestaveného plánu. Touto analýzou jsem zjistila, že v dalších letech by družstvo nemělo mít tak velké problémy s likviditou, s jakými se potýkali v minulých letech. Pokud se týká podílu čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech, z finanční analýzy za minulé roky jsem zjistila, že družstvo výrazně překračuje doporučené rozmezí 30 – 50%. Po sestavení finančního plánu a provedení jeho finanční analýzy hodnoty podílu ČPK na oběžných aktivech se budou pohybovat v daném rozmezí, konkrétně v roce 2013 56% a v dalších letech v rozmezí 41 – 45%. Ukazatele rentability jsou pro další léta také plánovány jako rostoucí. Do tabulky jsem zanesla tři nejdůležitější ukazatele rentability – rentability tržeb (ROS), rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentability investovaného kapitálu (ROI).

Tab. č. 33 Ukazatele rentability sestaveného finančního plánu v % (vlastní zpracování)

	2013	2014	2015	2016	2017
ROS	3,8	9,1	8,8	8,4	8,2
ROE	2,1	4,9	4,7	4,5	4,3
ROI	2,5	5,9	5,7	5,5	5,3

Tab. č. 34 Ukazatele likvidity a zadluženosti sestaveného finančního plánu (vlastní zpracování)

Likvidita	2013	2014	2015	2016	2017
Okamžitá likvidita	0,12	0,18	0,24	0,30	0,61
Pohotová likvidita	0,86	0,90	0,92	1,14	1,52
Běžná likvidita	2,25	1,69	1,81	2,68	2,88

Zadluženost					
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	80,1%	83,4%	84,1%	88,8%	89,9%
Úrokové krytí	4,4	11,0	13,5	17,7	26,0
Průměrná doba splácení dluhů (roky)	2,1	1,5	1,4	1,1	0,8

Dle sestaveného finančního plánu a jeho finanční analýzy je předpoklad nepřetržitého trvání podniku.

10 OCENĚNÍ PODNIKU

Cílem této práce je ocenění zemědělského podniku při jeho prodeji, když zadavateli budou sami majitelé družstva. To znamená, že budu zjišťovat tržní hodnotu družstva pomocí výnosových metod. Konečným výsledkem tohoto projektu ocenění bude tržní hodnota podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo k 1.1.2013. Tento projekt ocenění bude mít pro tento podnik čistě informativní charakter, majitele zajímá tržní hodnota podniku. Konstatuji, že ani z tohoto hlediska není ohroženo nepřetržité trvání oceňovaného podniku.

10.1 Stanovení diskontní míry

Prostřednictvím diskontní míry se do ocenění promítá faktor rizika a času. Firma má uzavřeny k 1.1.2013 čtyři bankovní úvěry a provozuje družstevní spořitelnu, kde vklady úročí 3,2%. Budu muset tedy vyčíslit jak náklady na cizí kapitál, tak náklady na vlastní kapitál. Pro všechny výpočty je důležité jasně určit podíl cizího kapitálu na celkových pasivech podniku. Celková pasiva družstva byla k 1.1.2013 95.555 tis. Kč. Objem cizích neúročených zdrojů byl 13.215 tis. Kč. Družstvo je tedy financováno ze 13,8% cizími úročenými zdroji a z 86,2% vlastním kapitálem a cizími neúročenými zdroji.

10.1.1 Náklady na cizí kapitál

Jak jsem již zmínil, družstvo má uzavřené čtyři investiční bankovní úvěry. Rozdělení na dlouhodobé a krátkodobé plyne z povinnosti účtovat splátky úvěrů splatné do 1 roku do krátkodobých úvěrů. Jedná se tedy o stále stejné čtyři investiční dlouhodobé bankovní úvěry se stále stejnou úrokovou mírou. Průměrná sazba úrokové míry na dlouhodobé investiční úvěry je v družstvu 4,4%. Protože družstvo využívá možnosti dotace na úroky z úvěrů od PGRLF ve výši 1%, snižuje se tato průměrná sazba na 3,4%. Dále, jak již bylo zmíněno, provozuje družstevní spořitelnu, kde vklady úročí 3,2%. Průměrné náklady na cizí kapitál jsou tak 3,3%. (vlastní zpracování dle interních podkladů družstva)

10.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou dány očekáváním investorů na výnosy svých investic. Tyto náklady určím jako vážený průměr metody CAPM, stavebnicové metody pro stanovení nákladů na vlastní kapitál metody odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí úročený kapitál.

10.1.2.1 Metoda CAPM

K použití této metody musíme být schopni určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a výši koeficientu β.

- **Bezriziková úroková míra (r_f)**

Dle Maříka, je u nás nutné zjistit, k výpočtu bezrizikové úrokové míry, výnosnost státních dluhopisů s delší dobou splatnosti, tzn., 10 a více let.

Tab. č. 35 Odhad bezrizikové úrokové míry (mfcr.cz)

Název emise	Datum emise	Doba splatnosti v letech	Úrok
Dluhopis ČR 4,70%	12.2.2014	15	4,70%
Dluhopis ČR 3,85%	26.2.2014	11	3,85%
Dluhopis ČR 2,50%	26.2.2014	15	2,50%
	Průměrná úroková míra		**3,68%**

Jako hodnotu bezrizikové úrokové míry budu ve výpočtech používat 3,68%.

- **Riziková prémie (r_m)**

Je to rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu a bezrizikovou úrokovou mírou. K výpočtu použiji hodnoty rizikové prémie z webových stránek A. Damodarana. Tato hodnota vychází z ratingu České republiky. Dle aktuálních informací z webových stránek ČNB má Česká republika rating, určený ratingovou agenturou MOODY´S, stupeň A1.

Celková prémie země je 5,96% a riziková prémie země je 1,05%. Součtem těchto hodnot zjistím celkovou rizikovou prémii České republiky, a to je 6,26%.

- **Prémie za specifické riziko**

Je to individuální riziko spojené s fungováním konkrétního podniku. Je označováno také za riziko provozní a riziko finanční. Tato prémie se v ČR podle Mařík pohybuje v rozmezí 3 – 5%. Určuje se podle vybraných firemních faktorů, jako jsou např., kvalita výrobků a služeb, finanční zdraví podniku, kvalita výkonného personálu, intenzita konkurence, atd. Dle mnou provedené strategické analýzy jsem stanovila hodnotu prémie za specifické riziko na 4%.

- **Koeficient β**

Tento koeficient udává citlivost investice vůči trhu. Hodnotu β nezadluženého podniku zjistím na webových stránkách A. Damodarana, jako koeficient β pro odvětví zemědělství pro Evropu. Hodnota tohoto koeficientu **β_N = 0,70**. (Damodaran, 2014) Tuto hodnotu dosadím do vzorce k výpočtu koeficientu β pro zadlužený podnik:

$$\beta_Z = \beta_N [1 + (1 - d) * CK/VK] \quad (12)$$

Kde: β_Z……..β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

B_N…….β vlastního kapitálu u nezadluženého podniku

(1 – d)……...daňový štít

CK……cizí úročený kapitál

VK……vlastní kapitál

Výpočet: $\beta_z = 0,70 [1 + (1 - 0,19) * 13.215 / 82.340]$

β_z = 0,79

Výsledná hodnota koeficientu β budu dále upravovat o obchodní a finanční riziko podle vzorce:

$$\beta = 1 + OR + FR \quad (13)$$

Kde: OR……přirážka ze systematické obchodní riziko

FR…….přirážka za systematické finanční riziko

Obchodní riziko

Dle Mařík (2007, s. 231) jsem družstvo zařadila do 3. třídy systematického obchodního rizika a tudíž přirážka za obchodní riziko je 0.

Finanční riziko

Toto riziko vzniká z podílu cizího kapitálu na celkových pasivech podniku. Tento podíl je v družstvu 20,6% celkových pasiv. Dle Mařík (2007, s. 232) hodnotím finanční riziko podniku tak, že koeficient β bude snížen o 0,1.

Výsledné náklady na vlastní kapitál vypočtu podle vzorce:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (14)$$

Kde : r_e……..náklady vlastního kapitálu v %

r_f……..bezriziková úroková míra β

β……..koeficient rizikovosti podniku k průměrné rizikovosti trhu

r_m…….průměrná výnosnost kapitálového trhu

$(r_m - r_f)$……riziková prémie kapitálového trhu

Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM při existujícím zadlužení:

$r_e = 3,68 + 0,79 * (6,26 - 3,68)$

$r_e = 5,72\%$

Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM se stanovením koeficientu β pomocí obchodního a finančního rizika:

$$r_e = r_f + \beta * r_m \quad (15)$$

Kde: r_e…….náklady na vlastní kapitál v %

r_f…….bezriziková úroková míra β

β…….β upravená o obchodní a finanční riziko podniku

r_m……průměrná výnosnost kapitálového trhu

Výpočet: $r_e = 3,68 + 0,69 * 6,26$

$r_e = 8,00\%$

10.1.2.2 Stavebnicová metoda

I u této metody výpočtu nákladu na vlastní kapitál se vychází z bezrizikové úrokové míry. K ní se přičítají jisté přirážky za rizika. Obvykle je postup následující: (Mařík, 2007, s. 236)

a) Vymezení hlavních rizikových faktorů pro konkrétní oceňovaný podnik.
b) Ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory.
c) Transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přirážku.

Výpočet je pak součtem všech přirážek.

$$r_e = r_f + r_m + r_{likvidita} \quad (16)$$

Kde: r_e ……náklady na vlastní kapitál v %

r_f .....bezriziková úroká míra

r_m.....riziková prémie trhu

$r_{likvidita}$…….riziková prémie za nízkou likviditu

Výpočet: $r_e = 3,68 + 6,26 + 2$

$\underline{\mathbf{r_e = 11,94\%}}$

10.1.2.3 Náklady na vlastní kapitál odvozené z nákladů na úročený cizí kapitál

Tato metoda je poměrně jednoduchá a vychází z předpokladu, že náklady na vlastní kapitál jsou vždy vyšší než náklady na cizí kapitál. Dle Mařík odvodíme náklady na vlastní kapitál připočtením 2 až 4 procentních bodů k nákladům, na cizí kapitál. Průměrné náklady na úročený cizí kapitál jsem určila ve výši 3,3%. U tohoto podniku přičtu k hodnotě nákladů na cizí kapitál 4 procentní body. K této hodnotě jsem se přiklonila, protože ve finanční analýze jsem zjistila, že rentabilita vlastního kapitálu, ukazatel ROE, byla za sledované uplynulé období nízká. Vlastníkům se investice vrací pomaleji, a proto je, dle mého názoru, vhodné použít vyšší hodnotu, kterou přičteme k nákladům na cizí kapitál. Výsledné náklady na vlastní kapitál zjištěné touto metodou jsou tedy 7,3%.

10.1.2.4 Náklady na vlastní kapitál – vážený průměr

Váženým průměrem jsem vypočítala výslednou hodnotu nákladů na vlastní kapitál.

Tab. č. 36 Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)

	Váhy	Náklady na vlastní kapitál v %
r_e při existujícím zadlužení	1	5,72%
r_e s odhadem obchodního a finančního rizika	2	8,00%
r_e stavebnicovou metodou	2	11,94%
r_e odvozené z nákladů na cizí kapitál	1	7,30%
Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál		**8,82%**

10.1.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

Je to závěrečný krok výše uvedených výpočtů. Vypočtený průměrný náklad na všechny druhy kapitálu dosadím do vzorce:

$$WACC = n_{CK} (1 - d) CK/K + n_{VK} VK/K \quad (17)$$

Kde: WACC……..vážené průměrné náklady na kapitál

n_{CK}……náklady na cizí kapitál

CK……cizí úročený kapitál

n_{VK}……....náklady na vlastní kapitál

VK……vlastní kapitál

K……...celkový kapitál (CK + VK)

Výpočet:

WACC = 3,3 * (1 – 0,19) 13.215/95.555 + 8,82 * 82.340/95.555

WACC = 7,97%

Vážené náklady kapitálu pro výpočet hodnoty podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo výnosovými metodami činí 7,97%.

10.2 Ocenění metodou DCF entity

Metoda diskontovaných peněžních toků je základní a nejpoužívanější metodou ocenění podniku. Oceňovaný podnik je ze 13,8% financován úročenými cizími zdroji, tzn., že přichází v úvahu obě metody diskontovaných peněžních toků, a to DCF entity a DCF equity. Ve své práci použiji metodu DFC entity, protože tento projekt ocenění sice bude sloužit majitelům, ale ty zajímá tržní hodnota podniku, tzn., hodnota podniku, kterou by mohl mít při případném prodeji.

Podstatou metody DCF entity je, že vychází z peněžních toků, které jsou k dispozici jak vlastníkům, tak věřitelům. Hodnota aktiv je odvozována ze současné hodnoty budoucích peněžních toků.

Budoucí období jsem rozdělila do dvou fází. První fáze zahrnuje období, pro které jsem vypracovala finanční plán, tzn., že je to období, které jsem schopna prognózovat volné peněžní toky. Druhá fáze zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Pokračující hodnotu podniku (hodnota podniku za období druhé fáze) pak vypočítám pomocí Gordonova a Parametrického vzorce.

Pro výpočet ocenění metodou DCF entity je třeba odvodit provozně nepotřebný finanční majetek, provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní hospodářský výsledek po upravené dani.

Tab. č. 37 Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků a provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)

31. 12.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků:						
Provozně potřebná likvidita	0,20	0,15	0,15	0,15	0,15	
Krátkodobé závazky	13 989	13 048	14 003	9 491	9 120	
Provozně potřebný finanční majetek	2 544	1 957	2 100	1 424	1 368	
Provozně nepotřebný finanční majetek	0	587	1 435	1 526	4 515	
Provozně nutný investovaný kapitál:						
Dlouhodobý majetek	57 537	70 744	72 750	70 981	72 862	
Upravený pracovní kapitál	21 929	10 070	10 012	14 925	13 240	

Investovaný kapitál celkem	**79 466**	**80 814**	**82 762**	**85 906**	**86 102**	**87 824**
Korigovaný provozní VH	1 833	4 855	4 735	4 627	4 514	
Korigovaný prov. VH po upravené dani	**1 485**	**3 933**	**3 835**	**3 748**	**3 656**	**3 729**

Volný tok peněžních prostředků pro první fázi

Po vymezení provozně potřebných peněžních prostředků a provozně nutného investovaného kapitálu je dalším krokem je dalším krokem výpočet volného cash-flow (FCFF) a jeho diskontování.

Tab. č.38 Výpočet volného cash-flow a jeho diskontování (vlastní zpracování)

		2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní výsledek hospodaření		**4 855**	**4 735**	**4 627**	**4 514**
Upravená daň		922	900	879	858
Korigovaný provozní VH po dani		**3 933**	**3 835**	**3 748**	**3 656**
Odpisy		6 950	7 150	7 500	7 800
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)		-2	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku		-20 157	-9 156	-5 731	-9 681
Investice do provozně nutného prac. kapitálu		11 859	58	-4 912	1 685
FCFF		**2 582**	**1 887**	**605**	**3 460**
Odúročitel pro diskontní míru:	*7,97%*	0,9263	0,8580	0,7947	0,7361
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013		**2 392**	**1 619**	**480**	**2 546**

Pokračující hodnota

Pro výpočet pokračující hodnoty potřebuji odhadnout tempo růstu relevantního trhu. Ve strategické analýze jsem stanovila průměrné tempo růstu relevantního trhu na úrovni 2%. Pokračující hodnotu pak vypočítám z očekávaného volného peněžního toku pro rok 2018. Pro výpočet pokračující hodnoty pak použiji Parametrický vzorec:

$$PH = \frac{KPVH_{2018} \times (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g} \quad (18)$$

Kde: PH……pokračující hodnota

$KPVH_{2018}$……...korigovaný provozní výsledek hospodaření 2018

g……..tempo růstu relevantního trhu

r_I…….rentabilita investic netto

i_k…….průměrné náklady na kapitál

Tab. č. 39 Výpočet pokračující hodnoty pomocí Parametrického vzorce (vlastní zpracování)

Pokračující hodnota		
Tempo růstu	2,0%	
Míra investic netto do DM a PK	46,2%	
Rentabilita investic netto	4,3%	
FCFF 2018	*2 007*	*tis. Kč*
Parametrický vzorec	33 625	tis. Kč

Výnosové ocenění k 1.1.2013

Tab. č. 40 Výnosové ocenění podniku (vlastní zpracování)

Současná hodnota 1. fáze	**7 037**	**tis. Kč**
Současná hodnota 2. fáze	24 743	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	**31 780**	**tis. Kč**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	4 467	tis. Kč
Provozní hodnota netto	**27 313**	**tis. Kč**
Neprovozní majetek k datu ocenění	1 126	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	**28 439**	**tis. Kč**
Výsledná hodnota podniku celkem	**32 906**	**tis. Kč**

Výsledná hodnota Podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo počítaná metodou DCF entity je 32 906 tis. Kč.

10.3 Ocenění metodou EVA

Ocenění pomocí metody ekonomické hodnoty je založeno na hodnotách budoucích EVA. Principem EVA je, že měří ekonomický zisk. Podnik může dosahovat kladného účetního zisku, ale ten nemusí být tak vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků. Vlastníci pak nedosahují ekonomického zisku, ale ztráty, a to v případě, že hodnota EVA z výpočtu vyjde záporná. (Mařík, 2007, s. 283) Vstupními veličinami pro výpočet Eva jsou NOPAT, který odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření, NOA, který dopovídá nutnému investovanému kapitálu. Do výpočtu pak potřebuji hodnotu WACC, kterou jsem vypočítala na 7,97%. Hodnotou WACC budu diskontovat výsledné hodnoty EVA na současnou hodnotu.

Tab. č. 41 Výpočet EVA pro první fázi (vlastní zpracování)

WACC		**7,97%**					
	31. 12.	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
NOPAT		1 485	3 933	3 835	3 748	3 656	3 729
NOA k 31. 12.		79 466	80 814	82 762	85 906	86 102	87 824
WACC x NOA $_{t-1}$			6 333	6 441	6 596	6 847	6 862
EVA			**-2 401**	**-2 606**	**-2 848**	**-3 190**	**-3 133**
Odúročitel pro diskontní míru:		*7,97%*	0,9262	0,8578	0,7945	0,7358	
Diskontovaná EVA			**-2 224**	**-2 235**	**-2 263**	**-2 348**	
Hodnota první fáze k 1.1.2013				**- 9 069**			

Kumulovaná EVA má hodnotu – 9.069 tis. Kč. Z výpočtu jsem zjistila, že družstvo v žádném roce netvořilo ekonomickou hodnotu, tzn., že vlastníci nedosáhli ekonomického zisku.

Pokračující hodnota

Tab. č. 42 Výpočet pokračující hodnoty (vlastní zpracování)

Tempo růstu	**2,0%**	
Míra investic netto	46,2%	
Pokračující hodnota	-52 477	tis. Kč

Hodnoty tempa růstu relevantního trhu a míry investic netto, použitých v metodě DCF entity, musí platit i pro výpočty metodou EVA.

Výsledné výnosové ocenění metodou EVA k 1.1.2013

Tab. č. 43 Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou EVA (vlastní zpracování)

Současná hodnota 1. Fáze	**-9 069**	**tis. Kč**
Současná hodnota 2. Fáze	-38 615	tis. Kč
MVA	**-47 684**	tis. Kč
NOA k datu ocenění	79 466	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	**31 782**	**tis. Kč**
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	4 467	tis. Kč
Provozní hodnota netto	**27 315**	**tis. Kč**
Neprovozní majetek k datu ocenění	1 126	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	**28 441**	**tis. Kč**
Výsledná hodnota podniku podle EVA celkem	**32 908**	**tis. Kč**

Výsledná hodnota podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo vypočítaná metodou EVA k 1.1.2014 je 32.908 tis. Kč. Obě metody, DCF entity a EVA, dávají stejný výsledek. Důvodem je, že v obou metodách byly použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu (WACC), výpočet volných peněžních toků u metody DCF entity nevychází z provozního zisku, ale z NOPAT a investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF entity je stejný jako NOA u metody EVA. (Mařík, 2007, s. 298) Významným poznatkem je zjištění, že podnik netvoří ekonomickou hodnotu, tzn., že vlastníci nemají ekonomický zisk.

10.4 Ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda vychází z údajů výkonnosti minulého období podniku. V této metodě ocenění lze odvodit hodnotu podniku z tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Výpočet se odvíjí od výsledku hospodaření před zdaněním a ten se pak upravuje.

Tab. č. 44 Výpočet pomocných veličin (vlastní zpracování)

	2008	2009	2010	2011	2012	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	**5 633**	**3 131**	**-6 250**	**5 818**	**1 300**	
(+) odpisy	5 836	5 550	7 418	8 805	7 244	
(-) Finanční výnosy	-719	-20	0	-677	-30	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-3 198	-1 769	-2 998	-2 017	-1 324	
(+) Zůst.cena prodaného dlouhodobého majetku	1 583	1 407	1 920	836	1 093	
(-) Mimořádné výnosy	-1	0	0	-67	-14	
(+) Mimořádné náklady	2	0	67	23	0	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	**9 136**	**8 299**	**157**	**12 721**	**8 269**	
Cenový index řetězový	*6,3*	*1*	*1,5*	*1,9*	*3,3*	
Cenový index bazický vztažený k roku 2012	*0,106*	*0,106*	*0,159*	*0,303*	*1,000*	
UVH upravený o inflaci	**85 924**	**78 052**	**984**	**41 979**	**8 269**	
Váhy	1	2	3	4	5	**15**
UVH upravený o inflaci x váhy	85 924	156 104	2 953	167 917	41 345	**454 244**

Z výsledku hospodaření očištěného od inflace jsem pomocí váženého průměru vypočítala trvale odnímatelný čistý výnos. Ten jsem očistila o daň z příjmu a čistý trvale odnímatelný výnos jsem vydělila diskontní mírou na úrovni nákladů na vlastní kapitál bez inflace (8,82 – 2 = 6,82%). Tím jsem vypočítala výnosovou provozní hodnotu. Ta se musí ještě navýšit o neprovozní majetek podniku k datu ocenění.

Tab. č. 45 Výpočet výsledné hodnota podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	**30 283**
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	25 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	**5 283**
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	23 039
Daň (19 %)	4 377
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	**906**
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	**6,8%**
Výnosová hodnota provozní	**13 277**
Neprovozní majetek k datu ocenění	1 126
Hodnota podniku celkem podle KČV	**14 403**

Hodnota podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo metodou kapitalizovaných čistých výnosů k 1.1.2013 je 14.403 tis. Kč.

10.5 Souhrnné ocenění podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo

Souhrnné ocenění podniku vypočítám jako vážený průměr jednotlivých vypočtených hodnot tržních metod ocenění. Každé vypočtené hodnotě přiřadím váhu. Nejnižší váhu přiřazuji tržní hodnotě vypočtené metodou čistých kapitalizovaných výnosů, protože tato metoda zjišťuje pouze současný výnosový potenciál podniku.

Tab. č. 46 Souhrnné ocenění Agrodružstva Postoupky (vlastní zpracování)

Metoda	Tržní hodnota v tis. Kč	Váha	Váha x hodnota v tis. Kč
DCF entity	32.906	2	65.812
EVA	32.908	2	65.816
Čisté kapitalizované výnosy	14.403	1	14.403

Vážený průměr výnosového ocenění	**29.206**

V tabulce jsou zaneseny výsledky ocenění jednotlivými metodami a k nim přiřazené váhy. Výsledná hodnota Podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo stanovená k 1.1.2013 je **29.206 tis. Kč.**

11 ANALÝZA CITLIVOSTI

V této části diplomového projektu provedu analýzu citlivosti. Analýza citlivosti spočívá ve zjištění, jaká tržní hodnota podniku by vyšla, kdyby se změnil některý z hlavních vstupních údajů o určité procento.

11.1 Analýza citlivosti na diskontní míru

Nejprve zjistím, jak se změní tržní hodnota podniku, když snížím, resp. zvýším hodnotu diskontní míry o 1 procentní bod, tj. na hodnotu 6,97%, resp. 8,97%.

Tab. č. 47 Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění	WACC skutečné	WACC nižší o 1 procentní bod	WACC vyšší o 1 procentní bod
	7,97%	6,97%	8,97%
DCF entity	32.906	39.175	28.432
EVA	32.908	39.176	28.434
KČV	14.403	16.738	12.735
Výsledné ocenění	29.209	34.688	25.293

Pokud snížím diskontní míru o 1 procentní bod, tj. z 7,97% na 6,97%, zvýší se tržní hodnota u metody a DCF entity o 16%, tj. o 6.269 tis. Kč. U metody EVA je to také o 16%, a to je o 6.268 tis. Kč. U metody kapitalizovaných čistých výnosů je to tržní zvýšení hodnoty o 14%, což je zvýšení o 2.335 tis. Kč.

Pokud diskontní míru o 1 procentní bod zvýším, u metody Eva se sníží tržní hodnota podniku o 13,6%, což odpovídá částce 4.474 tis. Kč, u metody DCF entity se tržní hodnota podniku sníží také o 13,6% a o částku 4.474 tis. Kč. U metody kapitalizovaných čistých výnosů se tržní hodnota sníží o 11,6%, což odpovídá částce 1.668 tis. Kč.

11.2 Analýza citlivosti na tempo růstu

Nyní zjistím, jak se změní tržní hodnota podniku v závislosti na změně tempa růstu g. Tzn., že vypočítám, jaká bude tržní hodnota podniku, když tempo růstu 2% snížím, resp. zvýším o 1 procentní bod, tj. na 1%, resp. 3%.

Tab. č. 48 Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní zpracování)

Výnosové ocenění	Tempo růstu skutečné	Tempo růstu nižší o 1 procentní bod	Tempo růstu vyšší o 1 procentní bod
	2%	1%	3%
DCF entity	32.906	28.795	40.382
EVA	32.908	30.635	42.962
KČV	14.403	14.403	14.403
Výsledné ocenění	**29.209**	**26.652**	**36.218**

Pokud snížím tempo růstu o 1 procentní bod, tj. z 2% na 1%, sníží se výsledná hodnota podniku o 2.557 tis. Kč, tj. o 8,7%. Naopak pokud zvýším tempo růstu o 1 procentní bod z 2% na 3%, zvýší se výsledná hodnota podniku o 7.009 tis. Kč, tj. o 24%.

Z analýzy citlivosti vyplývá, že citlivost výsledné hodnoty je vyšší na změnu sazby diskontní míry než na změnu tempa růstu. Proto je velmi důležité správně zvolit vstupní parametry. V praxi jsme spíše svědky toho, že změna jednoho faktoru vyvolá změnu druhého.

ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce s názvem „Projekt stanovení hodnoty podniku Agrodružstvo Postoupky, družstvo při jeho prodeji“ bylo stanovení tržní hodnoty podniku k 1.1.2013 pro případ, že by se jeho majitelé rozhodli ho prodat. Tento projekt by měl sloužit především pro interní potřeby managementu družstva.

Abych mohla tento projekt ocenění řádně zpracovat, bylo nutné podnik podrobit důkladné analýze.

Teoretickou část jsem věnovala kritické literární rešerši z dostupných zdrojů, popsala jsem základní atributy a postup procesu oceňování podniku. Také jsem popsala jednotlivé výnosové metody oceňování podniku, které jsem pak následně aplikovala na vybraný podnik v projektové části diplomové práce.

V úvodu praktické části jsem stručně představila oceňovaný podnik a zevrubně popsala majetkovou strukturu. V analytické části jsem podrobně zpracovala strategickou a finanční analýzu. Cílem strategické analýzy bylo vymezit a charakterizovat relevantní trh, analyzovat jeho atraktivitu a provést prognózu jeho budoucího vývoje. Dále pak jsem se pokusila analyzovat konkurenční prostředí podniku stanovením jeho tržního podílu na relevantním trhu. Na to jsem provedla analýzu vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku s mírně nadprůměrným výsledkem. Družstvo jsem pak mohla, na základě analýz, zařadit do skupiny podniků s přijatelnou perspektivou.

Po strategické analýze následovala finanční analýza, která měla za úkol zhodnotit finanční zdraví oceňovaného podniku. Vypracovala jsem horizontální a vertikální analýzu rozvahy i výsledovky a pak jsem se věnovala analýze poměrových ukazatelů finanční analýzy. Družstvo v současné době preferuje financování vlastními zdroji, takže splácí úvěry, které byly uzavřeny ještě před sledovaným obdobím. Během analyzovaných pěti let se zadlužení družstva postupně snižovalo a nyní vedení družstva neplánuje žádný nový bankovní úvěr. Vzhledem k tomu, že takto zvolené financování může být na úkor rentability kapitálu a celkové zadlužení podniku je cca 13,8%, má družstvo potenciál k dalšímu bankovnímu úvěru pro případ nákupu půdy nebo zemědělské techniky. Velké problémy mělo družstvo v oblasti likvidity, kdy hodnoty jeho hotovostní likvidity dosahovaly pouze 0,03 – 0,3, přičemž optimální hodnoty jsou 0,2 – 0,5.

Analýzou souhrnných ukazatelů, Z-skóre (index důvěryhodnosti) a IN95 (bankrotní index) jsem zjistila, že družstvo je podnik s dobrým finančním zázemím. Z výsledků strategické a

finanční analýzy vyplývá, že není ohroženo nepřetržité trvání podniku, tzv., going concern“, což je základní předpoklad pro ocenění podniku výnosovými metodami.

V další části práce jsem zpracovala strategický finanční plán na období let 2013 – 2017. K sestavení tohoto plánu jsem využila podnikové plány, konzultace s vedením družstva a vlastní odhad.

V projektové části diplomové práce jsem zpracovala vlastní ocenění Agrodružstva Postoupky pomocí výnosových metod DCF entity, EVA a metody kapitalizovaných čistých výnosů. Na úvod vlastního ocenění jsem musela stanovit diskontní míru. Náklady na vlastní kapitál jsem stanovila váženým průměrem metod CAPM, stavebnicové a metody odhadu. Náklady na cizí kapitál jsou průměrem úrokových mír splácených úvěrů, které jsou, díky dotačnímu tituly PGRLF na dotaci úroků z úvěrů, o 1 pct bod nižší než sazba úroků z úvěrů na smlouvách o bankovních úvěrech. Z vypočítaných nákladů na vlastní a cizí kapitál jsem stanovila vážené průměrné náklady na kapitál (WACC).

Výslednou hodnotu podniku jsem pak vypočítala jako vážený průměr výsledných hodnot jednotlivých výnosových metod oceňování. V samém závěru práce jsem provedla analýzu citlivosti na diskontní míru a tempo růstu. Zjistila jsem, že citlivost na změnu diskontní míry je vyšší než na změnu tempa růstu.

Tržní hodnotu firmy Agrodružstvo Postoupky, družstvo k 1.1.2013, určenou výnosovými metodami, jsem stanovila na **29.206 tis. Kč**.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

ALLMAN, Keith. A., 2010. Corporate valuation modeling: step by step guide. Hoboken: John Wiley and Sons, 273 s. ISBN 978-0-470-48179-0.

DLUHOŠOVÁ, Dana, 2006. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, riziko, flexibilita. 1. vyd. Praha: Ekopress, 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

FOTR, Jiří, 1999. Strategické finanční plánování. Vyd. 1. Praha: Grada, 149 s. ISBN 80-7169-694-3.

KEŘKOVSKÝ, Miloslav, 2006. Strategické řízení: teorie pro praxi. 2. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 206 s. ISBN 80-7179-453-8.

KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim and Company, 2005. Valuation: Measuring and Managing the value of Companies. 4th, Edition. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc., 739 s. ISBN 10-0-471-70218-8.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra Pavelková a Karel Štekr, 2013. Finanční analýza. Komplexní průvodce s příklady. 2., rozšíř. vydání. Praha: Grada, 240 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

KRABEC, Tomáš, 2009. Oceňování podniku a standardy hodnoty. 1. vyd. Praha: Grada, 264 s. ISBN 978-80-247-2856-0.

KRAMNÁ, Eva, 2011. Oceňování podniku. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 112 s. [s.I.]

LANDA, Martin, 2008. Jak číst finanční výkazy. 1. vyd. Brno: Computer press, 176 s. ISBN 978-80-251-1994-5.

MAREK, Petr, 2009. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualit. vyd. Praha: Ekopress, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš, 2007. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2. uprav. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, Miloš, 2011. Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan Neumaier, 2002. Výkonnost a tržní hodnota firmy. Prah: Grada, 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra, 2001. Řízení podnikových financí. 3. uprav. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 213 s. ISBN 8073180200.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana Knápková, 2012. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 3. vydání. Praha: LINDE, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

SEDLÁČEK, Jaroslav, 2001. Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy. 2. doplněné vyd. Brno: Computer press, 220s. ISBN 80-7226-562-8

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel Buchta, 2006. Strategická analýza. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 121 s. ISBN 8071793671.

Elektronické zdroje:

Česká národní banka, 2014 [online] 6. února 2014 [cit. 2014-03-17]. Dostupné z : http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index

Český statistický úřad, 2014 [online] 11. března 2014 [cit. 2014-03-17]. Dostupné z: http://czso.cz/csu/redakce/zemedelstvi_zem

DAMODARAN, Aswath. [online]. [cit. 2014-03-31]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

International valuation standards council, 2014 [online] 1. 1. 2014 [cit. 2014-03-21]. Dostupné z http://www.ivsc.org/glossary#letter_c

Ministerstvo financí ČR, 2014 [online] 20.1.2014 [cit. 2014-03-31]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/rizeni-statniho-dluhu/emise-statnich-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd/2014/emisni-kalendar-strednedobych-2-2014-16530

Vysoká škola ekonomická v Praze, Institut oceňování majetku, 2014 [online]. [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://nb.vse.cz/~marik/Pu_metody1_3.htm

Ostatní zdroje:

IDW S1 Německý oceňovací standard

International Valuation Standards, 2005

Interní zdroje Agrodružstva Postoupky, družstva

Zákon č. 89/2012 Sb. Občanský zákoník

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash-flow
CK	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované cash-flow
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Zisk před úroky, odpisy a zdaněním
EBT	Zisk před zdaněním
EU	Evropská unie
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné cash-flow
FCFF	Volné cash – flow do firmy
HDP	Hrubý domácí produkt
HIM	Hmotný investiční majetek
KČP	Metoda kapitálových čistých výnosů
MVA	Současná hodnota budoucích EVA
NOA	Čistá operativní aktiva
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
OA	Oběžná aktiva
PGRLF	Podpůrný garanční rolnický a lesnický fond

ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROCE	Rentabilita úplatného kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Organizační členění družstva (vlastní zpracování)……...29

Obrázek č. 2: Vývoj produkce zemědělského odvětví (vlastní zpracování dle dat ČSÚ)…….……..….31

Obrázek č. 3: Tempo vývoje HDP a tržeb v odvětví (vlastní zpracování)…….33

Obrázek č. 4: Porterův model 5-ti konkurenčních sil aplikovaný na oceňovaný podnik (vlastní zpracování)……..37

Obrázek č.5: Struktura aktiv (vlastní zpracování)……..…...…….43

Obrázek č. 6: Struktura pasiv (vlastní zpracování)…….……..……44

Obrázek č. 7: Vývoj objemu osobních nákladů v poměru k výkonové spotřebě a tržbám (vlastní zpracování)…….…….44

Obrázek č. 8: Vývoj HV běžného účetního období (vlastní zpracování)…….....….…45

Obrázek č. 9: Vývoj celkového cash flow a hospodářského výsledku (vlastní zpracování)…….…....46

Obrázek č. 10: Vývoj ukazatelů rentability ve sledovaném období (vlastní zpracování)……..……48

SEZNAM TABULEK

Tab. č. 1: Přehled základních metod pro oceňování podniku (Mařík, 2007, s. 37)……25

Tab. č. 2:Výpočet volného peněžního toku (FCFF) (Mařík, 2007, s. 170)…….27

Tab. č. 3: Schéma výpočtu FCFE (Mařík, 2007, s. 205)…….30

Tab. č. 4: Vývoj produkce zemědělského odvětví (vlastní zpracování dle dat ČSÚ)…….39

Tab. č. 5: Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování dle Mařík)……41

Tab. č. 6: Prognóza vývoje relevantního trhu (vlastní zpracování)……..42

Tab. č. 7: Stanovení tržního podílu Agrodružstva Postoupky (vlastní zpracování)…….43

Tab. č. 8: Porterův model 5-ti konkurenčních sil v aplikaci na Agrodružstvo Postoupky (vlastní zpracování)……45

Tab. č. 9: Analýza vnitřního potenciálu – kvalita managementu (vlastní zpracování dle Mařík)……47

Tab. č. 10: Analýza vnitřního potenciálu – personální oblast (vlastní zpracování dle Mařík)…….48

Tab. č. 11: Analýza vnitřního potenciálu – inovace a výzkum (vlastní zpracování dle Mařík)……49

Tab. č. 12: Analýza vnitřního potenciálu – dlouhodobý majetek a investice (vlastní zpracování dle Mařík)……50

Tab. č. 13: Souhrnná konkurenční síla AGD Postoupky (vlastní zpracování)…….51

Tab. č. 14: Přehled ukazatelů zisku (vlastní zpracování)…….54

Tab. č. 15: Přehled o peněžních tocích (vlastní zpracování)……55

Tab. č. 16: Analýza ukazatelů zadluženosti a dlouhodobé finanční stability (vlastní zpracování)……..….56

Tab. č. 17: Analýza ukazatelů rentability (vlastní zpracování)……57

Tab. č. 18: Analýza likvidity (vlastní zpracování)……...58

Tab. č. 19: Analýza ukazatelů aktivity (vlstní zpracování)……..59

Tab. č. 20: Analýza obratu aktiv v odvětví a Agrodružstva Postoupky (vlastní zpracování)……..60

Tab. č. 21: Altmanův model (vlastní zpracování)……60

Tab. č. 22: Index IN 95 (vlastní zpracování)……60

Tab. č. 23: Provozně nenutný krátkodobý finanční majetek (vlastní zpracování)…..……62

Tab. č. 24: Provozně nenutný dlouhodobý finanční majetek (vlastní zpracování)...……...63

Tab. č. 25: Ostatní provozně nepotřebná aktiva (vlastní zpracování)……..63

Tab. č. 26: Majetek provozně nepotřebný (vlastní zpracování)……...63

Tab. č. 27: Investovaný kapitál provozně nutný (vlastní zpracování)……64

Tab. č. 28: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (vlastní zpracování)……65

Tab. č. 29: Položky plánovaného VZaZ v tis. Kč (vlastní zpracování)……..…….…66

Tab. č. 30: Ukazatele rentability sestaveného finančního plánu v % (vlastní zpracování)……69

Tab. č. 31: Ukazatele likvidity a zadluženosti sestaveného finančního plánu v % (vlastní zpracování)……...……69

Tab. č. 32: Odhad bezrizikové úrokové míry (mfcr.cz)……...72

Tab. č. 33: Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál (vlastní zpracování)……76

Tab. č. 34: Výpočet provozně nutných peněžních prostředků a provozně nutného investovaného kapitálu (vlastní zpracování)……77

Tab. č. 35: Výpočet volného cash-flow a jeho diskontování (vlastní zpracování)……..78

Tab. č. 36: Výpočet pokračující hodnoty pomocí Parametrického vzorce (vlastní zpracování)……79

Tab. č. 37: Výnosové ocenění podniku metodou DCF entity (vlastní zpracování)…….. 79

Tab. č. 38: Výpočet EVA pro první fázi (vlastní zpracování)……80

Tab. č. 39: Výpočet pokračující hodnoty (vlastní zpracování)……81

Tab. č. 40: Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou EVA (vlastní zpracování)……..81

Tab. č. 41: Výpočet pomocných veličin (vlastní zpracování)……..82

Tab. č. 42: Výpočet výsledné hodnoty podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování)……..83

Tab. č. 43: Souhrnné ocenění Agrodružstva Postoupky, družstva (vlastní zpracování)…..83

Tab. č. 44: Analýza citlivosti na diskontní míru (vlastní zpracování)……85

Tab. č. 45: Analýza citlivosti na tempo růstu (vlastní zpracování)……..86

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha

Příloha P II: Vertikální a horizontální analýza rozvahy

Příloha P III: Výkaz zisku a ztráty

Příloha P IV: Vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Příloha P V: Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Příloha P VI: Plánovaný tok peněžních prostředků

Příloha P VII: Plánovaná rozvaha

Příloha P VIII: Seznam vzorců použitých k výpočtům absolutních ukazatelů finanční analýzy

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA

	Položka	2008	2009	2010	2011	2012
	AKTIVA CELKEM	**104 036**	**105 032**	**98 835**	**100 629**	**95 555**
B.	**Dlouhodobý majetek**	**62 647**	**66 496**	**64 385**	**60 672**	**61 560**
B.I.	**Dlouhodobý nehmotný majetek**	**19**	**16**	**13**	**9**	**6**
B.II.	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**56 847**	**60 200**	**58 134**	**55 880**	**57 551**
B.II.1.	Pozemky	8 060	9 114	9 350	11 803	11 963
B.II.2.	Stavby	27 221	28 346	25 474	21 689	22 905
B.II.3.	Samostatné movité věci	18 854	19 318	19 779	18 925	19 466
B II.5.	Zvířata	2 712	3 422	3 531	3 463	3 217
B.III.	**Dlouhodobý finanční majetek**	**5 781**	**6 280**	**6 238**	**4 783**	**4 003**
B. III.1.	Podíly v ovládaných osobách	**5 710**	**5 208**	**5 166**	**4 577**	**3 836**
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	71	82	82	206	167
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	990	990	0	0
C.	**Oběžná aktiva**	**41 377**	**38 509**	**34 403**	**39 861**	**33 904**
C.I.	**Zásoby**	**19 692**	**25 531**	**16 967**	**22 012**	**22 085**
C.I.1.	Materiál	860	1 084	1 836	1 035	1 889
C.I.3.	Výrobky	18 832	24 447	15 131	20 977	20 196
C.II.	**Dlouhodobé pohledávky**	**1 700**	**1 295**	**7 784**	**900**	**0**
C.III.	**Krátkodobé pohledávky**	**18 227**	**11 335**	**9 037**	**12 161**	**11 220**
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	18 227	11 335	9 037	12 161	11 220
C.IV.	**Krátkodobý finanční majetek**	**1 758**	**348**	**615**	**4 788**	**599**
C.IV.1+2.	Peníze a účty v bankách	**1 758**	**348**	**615**	**4 788**	**599**
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
D.	**Časové rozlišení**	**12**	**27**	**47**	**96**	**91**
	PASIVA CELKEM	**104 036**	**105 032**	**98 835**	**100 629**	**95 555**
A.	**Vlastní kapitál**	**71 405**	**74 034**	**70 978**	**76 208**	**76 164**
A.I.	**Základní kapitál**	**53 000**	**53 000**	**52 201**	**52 201**	**52 201**
A.II.	**Kapitálové fondy**	**-2 179**	**-2 681**	**-2 679**	**-3 267**	**-4 008**
A.III.	**Fondy ze zisku**	**906**	**906**	**906**	**906**	**906**
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	906	906	906	906	906
A.IV.	**Výsledek hospodaření minulých let**	**14 937**	**19 678**	**26 800**	**20 550**	**26 110**
A.V.	**Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)**	**4 741**	**3 131**	**-6 250**	**5 818**	**955**
B.	**Cizí zdroje**	**29 793**	**29 561**	**27 857**	**24 421**	**19 391**
B.I.	**Rezervy**	**2 661**	**419**	**0**	**0**	**0**
B.II.	**Dlouhodobé závazky**	**3 991**	**3 991**	**3 991**	**0**	**0**

B.II.6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
B.II.10.	Odložený daňový závazek	3 991	3 991	3 991		
B.III.	**Krátkodobé závazky**	**12 437**	**12 613**	**13 346**	**14 300**	**12 906**
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	3 980	4 303	5 257	4 704	5 660
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	7 874	7 880	7 379	8 692	6 566
B.III.6.	Závazky ze sociál. zabezpečení a zdrav. poj.	224	357	331	328	321
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	359	73	379	576	359
B.IV.	**Bankovní úvěry a výpomoci**	**10 704**	**12 538**	**10 520**	**10 121**	**6 485**
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	10 704	12 538	10 520	10 121	4 467
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	2 018
C.	**Časové rozlišení**	**2 838**	**1 437**	**0**	**0**	**0**

PŘÍLOHA P II: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY

Vertikální analýza rozvahy v %

	Struktura aktiv	2008	2009	2010	2011	2012
	AKTIVA CELKEM	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
B.	**Dlouhodobý majetek**	**60,2%**	**63,3%**	**65,1%**	**60,3%**	**64,4%**
B.I.	**Dlouhodobý nehmotný majetek**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
B.II.	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**54,6%**	**57,3%**	**58,8%**	**55,5%**	**60,2%**
B.II.1.	Pozemky	7,7%	8,7%	9,5%	11,7%	12,5%
B.II.2.	Stavby	26,2%	27,0%	25,8%	21,6%	24,0%
B.II.3.	Samostatné movité věci	18,1%	18,4%	20,0%	18,8%	20,4%
B.II.5.	Dospělá zvířata	2,6%	3,3%	3,6%	3,4%	3,4%
B.III.	**Dlouhodobý finanční majetek**	**5,6%**	**6,0%**	**6,3%**	**4,8%**	**4,2%**
B.III.1.	Podíly v ovládaných osobách	5,5%	5,0%	5,2%	4,5%	4,0%
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé papíry a podíly	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,9%	1,0%	0,0%	0,0%
C.	**Oběžná aktiva**	**39,8%**	**36,7%**	**34,8%**	**39,6%**	**35,5%**
C.I.	**Zásoby**	**18,9%**	**24,3%**	**17,2%**	**21,9%**	**23,1%**
C.I.1.	Materiál	0,8%	1,0%	1,9%	1,0%	2,0%
C.I.5.	Výrobky	18,1%	23,3%	15,3%	20,8%	21,1%
C.II.	**Dlouhodobé pohledávky**	1,6%	1,2%	7,9%	0,9%	0,0%
C.III.	**Krátkodobé pohledávky** (obchodní)	**17,5%**	**10,8%**	**9,1%**	**12,1%**	**11,7%**
C.IV.	**Krátkodobý finanční majetek**	**1,7%**	**0,3%**	**0,6%**	**4,8%**	**0,6%**
C.IV.	Peníze a účty v bankách	1,7%	0,3%	0,6%	4,8%	0,6%
D.	**Časové rozlišení**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,1%**	**0,1%**

	Struktura pasiv	2008	2009	2010	2011	2012
	PASIVA CELKEM	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
A.	**Vlastní kapitál**	**68,6%**	**70,5%**	**71,8%**	**75,7%**	**79,7%**
A.I.	**Základní kapitál**	**50,9%**	**50,5%**	**52,8%**	**51,9%**	**54,6%**
A.II.	Kapitálové fondy	-2,1%	-2,6%	-2,7%	-3,2%	-4,2%
A.III.	Fondy ze zisku	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
A.III.1.	Zákonný rezrvní fond	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	14,4%	18,7%	27,1%	20,4%	27,3%
A.V.	Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)	4,6%	3,0%	-6,3%	5,8%	1,0%
B.	**Cizí zdroje**	**28,6%**	**28,1%**	**28,2%**	**24,3%**	**20,3%**
B.I.	**Rezervy**	**2,6%**	**0,4%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**

B.II.	**Dlouhodobé závazky**	**3,8%**	**3,8%**	**4,0%**	**0,0%**	**0,0%**
B.II.6.	Vydané dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.II.10.	Odložený daňový závazek	3,8%	3,8%	4,0%	0,0%	0,0%
B.III.	**Krátkodobé závazky**	**12,0%**	**12,0%**	**13,5%**	**14,2%**	**13,5%**
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	3,8%	4,1%	5,3%	4,7%	5,9%
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	7,6%	7,5%	7,5%	8,6%	6,9%
B.III.6	Závazky ze sociál zabezpečení a zdrav. poj.	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	0,3%	0,1%	0,4%	0,6%	0,4%
B.IV.	**Bankovní úvěry a výpomoci**	**10,3%**	**11,9%**	**10,6%**	**10,1%**	**6,8%**
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	10,3%	11,9%	10,6%	10,1%	4,7%
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,1%
C.	**Časové rozlišení**	**2,7%**	**1,4%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**

Horizontální analýza rozvahy v %

	Tempa růstu aktivních položek	2009	2010	2011	2012
	AKTIVA CELKEM	**1,0%**	**-5,9%**	**1,8%**	**-5,0%**
B.	**Dlouhodobý majetek**	**6,1%**	**-3,2%**	**-5,8%**	**1,5%**
B.I.	**Dlouhodobý nehmotný majetek**	**-15,8%**	**-18,8%**	**-30,8%**	**-33,3%**
B.II.	**Dlouhodobý hmotný majetek**	**5,9%**	**-3,4%**	**-3,9%**	**3,0%**
B.II.1.	Pozemky	13,1%	2,6%	26,2%	1,4%
B.II.2.	Stavby	4,1%	-10,1%	-14,9%	5,6%
B.II.3.	Samostatné movité věci	2,5%	2,4%	-4,3%	2,9%
B.II.5.	Dospělá zvířata	26,2%	3,2%	-1,9%	-7,1%
B.III.	**Dlouhodobý finanční majetek**	**8,6%**	**-0,7%**	**-23,3%**	**-16,3%**
B.III.1.	Podíly v ovládaných jednotkách	**-8,8%**	**-0,8%**	**-11,4%**	**-16,2%**
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	**15,5%**	**0,0%**	**151,2%**	**-18,9%**
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	**100,0%**	**0,0%**	**-100,0%**	**0,0%**
C.	**Oběžná aktiva**	**-6,9%**	**-10,7%**	**15,9%**	**-14,9%**
C.I.	**Zásoby**	**29,7%**	**-33,5%**	**29,7%**	**0,3%**
C.I.1.	Materiál	26,0%	69,4%	-43,6%	82,5%
C.I.5.	Výrobky	29,8%	-38,1%	38,6%	-3,7%
C.II.	**Dlouhodobé pohledávky**	-23,8%	501,1%	-88,4%	-100,0%
C.III.	**Krátkodobé pohledávky** (obchodní)	**-37,8%**	**-20,3%**	**34,6%**	**-7,7%**
C.IV.	**Krátkodobý finanční majetek**	**-80,2%**	**76,7%**	**678,5%**	**-87,5%**
C.IV:	Peníze a účty v bankách	**-80,2%**	**76,7%**	**678,5%**	**-87,5%**
D.	**Časové rozlišení**	**125,0%**	**74,1%**	**104,3%**	**-5,2%**

	Tempa růstu pasivních položek	2009	2010	2011	2012
	PASIVA CELKEM	**1,0%**	**-5,9%**	**1,8%**	**-5,0%**
A.	**Vlastní kapitál**	**3,7%**	**-4,1%**	**7,4%**	**-0,1%**
A.I.	**Základní kapitál**	**0,0%**	**-1,5%**	**0,0%**	**0,0%**
A.II.	**Kapitálové fondy**	**23,0%**	**-0,1%**	**21,9%**	**22,7%**
A.III.	**Fondy ze zisku**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A.IV.	**Výsledek hospodaření minulých let**	**31,7%**	**36,2%**	**-23,3%**	**27,1%**
A.V.	**Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)**	**-34,0%**	**-299,6%**	**-193,1%**	**-83,6%**
B.	**Cizí zdroje**	**-0,8%**	**-5,8%**	**-12,3%**	**-20,6%**
B.I.	**Rezervy**	**-84,3%**	**-100,0%**	**0,0%**	**0,0%**
B.II.	**Dlouhodobé závazky**	**0,0%**	**0,0%**	**-100,0%**	**0,0%**
B.II.6.	Vydané dluhopisy	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
B.II.10.	Odložený daňový závazek	**0,0%**	**0,0%**	**-100,0%**	**0,0%**
B.III.	**Krátkodobé závazky**	**1,4%**	**5,8%**	**7,1%**	**-9,7%**
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	8,1%	22,2%	-10,5%	20,3%
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	0,1%	-6,4%	17,8%	-24,5%
B.III.6.	Závazky ze sociál. zabezpečení a zdrav. poj.	59,4%	-7,3%	-0,9%	-2,1%
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	-79,7%	419,2%	52,0%	-37,7%
B.IV.	**Bankovní úvěry a výpomoci**	**17,1%**	**-16,1%**	**-3,8%**	**-35,9%**

B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	17,1%	-16,1%	-3,8%	-55,9%
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
C.	**Časové rozlišení**	**-49,4%**	**-100,0%**		

P III: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

Daňová sazba			*21%*	*20%*	*19%*	*19%*	*19%*
		Položka	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
I.		Tržby za prodej zboží	57 547	44 038	36 919	54 561	49 667
	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	163	124	78	168	105
+		**Obchodní marže**	**57 384**	**43 914**	**36 841**	**54 393**	**49 562**
	B	Výkonová spotřeba	42 714	35 063	34 535	36 161	37 784
+		**Přidaná hodnota**	**14 670**	**8 851**	**2 306**	**18 232**	**11 778**
	C.	Osobní náklady	13 743	12 569	12 355	12 624	12 533
	C.1.	Mzdové náklady	9 954	9 277	9 082	9 255	9 099
	C.3.	Náklady na sociál. zab. a zdrav. poj.	3 789	3 292	3 273	3 369	3 434
	D.	Daně a poplatky	351	519	507	564	775
	E.	Odpisy DNM a DHM	5 836	5 550	7 418	8 805	7 244
III.		Tržby z prodeje DM a materiálu	3 198	1 769	2 998	2 017	1 324
	F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	1 583	1 407	1 920	836	1 093
	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	1 331	-2 242	-419	0	-1 772
		Ostatní provozní výnosy	14 027	12 362	12 291	10 495	10 764
	H	Ostatní provozní náklady	3 481	1 076	436	949	3 061
*		**Provozní výsledek hospodaření**	**5 570**	**4 103**	**-4 622**	**6 966**	**932**
VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	717	0	0	652	30
	J	Prodané cenné papíry	0	0	0	966	39
X.		Výnosové úroky	2	20	0	25	0
	L	Náklady s přecenění majetkových podílů	0	465	0	0	0
	N.	Nákladové úroky	859	1 054	851	900	817
		Ostatní finanční výnosy	299	805	492	435	1 267
	O	Ostatní finanční náklady	95	278	1 202	438	87
*		**Finanční výsledek hospodaření**	**64**	**-972**	**-1 561**	**-1 192**	**354**
	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	1 183	626	-1 175	1 097	244
**		**Výsledek hospodaření za běžnou činnost**	**4 451**	**2 505**	**-5 008**	**4 677**	**1 042**
XIII.		Mimořádné výnosy	1	0	0	67	14
	R.	Mimořádné náklady	2	0	67	23	0
	S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
*		**Mimořádný výsledek hospodaření**	**-1**	**0**	**-67**	**44**	**14**
***		**Výsledek hospodaření za účetní období**	**4 450**	**2 505**	**-5 075**	**4 721**	**1 056**
		Výsledek hospodaření před zdaněním	**5 633**	**3 131**	**-6 250**	**5 818**	**1 300**

PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY V %

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty v %

		Položka	2008	2009	2010	2011	2012
I.		Tržby za prodej zboží	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%
+		**Obchodní marže**	**99,7%**	**99,7%**	**99,8%**	**99,7%**	**99,8%**
	B	Výkonová spotřeba	74,2%	79,6%	93,5%	66,3%	76,1%
+		**Přidaná hodnota**	**25,5%**	**20,1%**	**6,2%**	**33,4%**	**23,7%**
	C.	Osobní náklady	23,9%	28,5%	33,5%	23,1%	25,2%
	D.	Daně a poplatky	0,6%	1,2%	1,4%	1,0%	1,6%
	E.	Odpisy	10,1%	12,6%	20,1%	16,1%	14,6%
III-F		Zisk z prodeje dlouhodobého majetku	2,8%	0,8%	2,9%	2,2%	0,5%
	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	2,3%	-5,1%	-1,1%	0,0%	-3,6%
*****		**Provozní výsledek hospodaření**	**9,7%**	**9,3%**	**-12,5%**	**12,8%**	**1,9%**
VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	1,2%	0,0%	0,0%	1,2%	0,1%
X.		Výnosové úroky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	N.	Nákladové úroky	1,5%	2,4%	2,3%	1,6%	1,6%
*****		**Finanční výsledek hospodaření**	**0,1%**	**-2,2%**	**-4,2%**	**-2,2%**	**0,7%**
	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	2,1%	1,4%	-3,2%	2,0%	0,5%
******		**Výsledek hospodaření za běžnou činnost**	**7,7%**	**5,7%**	**-13,6%**	**8,6%**	**2,1%**
*****		**Mimořádný výsledek hospodaření**	**0,0%**	**0,0%**	**-0,2%**	**0,1%**	**0,0%**
*******		**Výsledek hospodaření za účetní období**	**7,7%**	**5,7%**	**-13,7%**	**8,7%**	**2,1%**
		Výsledek hospodaření před zdaněním	**9,8%**	**7,1%**	**-16,9%**	**10,7%**	**2,6%**

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty v %

		Položka	2009	2010	2011	2012
I.		Tržby za prodej zboží	-23,5%	-16,2%	47,8%	-9,0%
	A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	-23,9%	-37,1%	115,4%	-37,5%
+		**Obchodní marže**	**-23,5%**	**-16,1%**	**47,6%**	**-8,9%**
	B	Výkonová spotřeba	-17,9%	-1,5%	4,7%	4,5%
+		**Přidaná hodnota**	**-39,7%**	**-73,9%**	**690,6%**	**-35,4%**
	C.	Osobní náklady	-8,5%	-1,7%	2,2%	-0,7%
	D.	Daně a poplatky	47,9%	-2,3%	11,2%	37,4%
	E.	Odpisy	-4,9%	33,7%	18,7%	-17,7%
	G.	Změna stavu rezerv a opravných položek	-168,4%	18,7%	0,0%	0,0%
*		**Provozní výsledek hospodaření**	**-26,3%**	**-212,6%**	**-250,7%**	**-86,6%**
VII.		Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	-100,0%	0,0%	0,0%	-95,4%
X.		Výnosové úroky	900,0%	-100,0%	0,0%	-100,0%
	N.	Nákladové úroky	22,7%	-19,3%	5,8%	-9,2%
*		**Finanční výsledek hospodaření**	**-1618,8%**	**60,6%**	**-23,6%**	**-129,7%**
	Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-47,1%	-287,6%	-193,4%	-77,7%
**		**Výsledek hospodaření za běžnou činnost**	**-43,7%**	**-299,9%**	**-193,4%**	**-77,7%**
*		**Mimořádný výsledek hospodaření**	**-100,0%**	**0,0%**	**-165,7%**	**-68,2%**
***		**Výsledek hospodaření za účetní období**	**-43,7%**	**-302,6%**	**-193,0%**	**-77,6%**
		Výsledek hospodaření před zdaněním	**-44,4%**	**-299,6%**	**-193,1%**	**-77,7%**

PŘÍLOHA P V: PLÁNOVANÝ VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY

a) Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby za prodej zboží	134	105	120	125	130
Náklady vynaložené na prodané zboží	129	100	112	115	120
Obchodní marže	5	5	8	10	10
Výkony	53 140	54 600	56 820	59 577	61 186
Výkonová spotřeba	40 607	39 100	39 647	40 560	41 493
Přidaná hodnota	12 533	15 505	17 181	19 027	19 703
Osobní náklady	12 100	13 200	13 596	14 100	14 339
Daně a poplatky	800	400	1 000	1 400	1 400
Odpisy	6 000	6 950	7 150	7 500	7 800
Ostatní provozní náklady	1 200	1 100	1 200	1 400	1 450
Ostatní provozní výnosy	9 400	11 000	10 500	10 000	9 800
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	**1 833**	**4 855**	**4 735**	**4 627**	**4 514**

b) Náklady na cizí kapitál

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Nákladové úroky	**590**	**500**	**400**	**300**	**200**

c) Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	757	645	665	673	686
Výnosové úroky	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	**757**	**645**	**665**	**673**	**686**

d) Celkový výsledek hospodaření

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření před daní	2 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Daň	380	950	950	950	950
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	**1 620**	**4 050**	**4 050**	**4 050**	**4 050**

PŘÍLOHA P VI: PLÁNOVANÝ TOK PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Stav peněžních prostředků na počátku období	***599***	***1 989***	***2 544***	***3 535***	***2 950***

Peněžní tok z provozního majetku

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
1) PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZU					
Korigovaný provozní výsledek hospodaření ($KPVH_d$)	**1 833**	**4 855**	**4 735**	**4 627**	**4 514**
Daň připadající na korigovaný VH (d x $KPVH_d$)	348	922	900	879	858
Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)	**1 485**	**3 933**	**3 835**	**3 748**	**3 656**
Úpravy o nepeněžní operace	**6 000**	**6 950**	**7 150**	**7 500**	**7 800**
Odpisy dlouhodobého majetku (provozně nutného)	6 000	6 950	7 150	7 500	7 800
Změna zůstatků rezerv	0	0	0	0	0
Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)	**1 087**	**-696**	**-510**	**-2 070**	**683**
Změna stavu pohledávek	1 002	-1 302	-692	-1 292	242
Změna stavu krátkodobých závazků	394	618	787	-249	983
Změna stavu zásob	-309	-12	-605	-529	-542
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	**8 572**	**10 187**	**10 475**	**9 178**	**12 139**
2) INVESTIČNÍ ČINNOST					
Nabytí dlouhodobého majetku (provozně nutného)	**-6 000**	**-7 500**	**-9 000**	**-10 000**	**-10 000**
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	**-3 000**	**-6 950**	**-7 150**	**-7 500**	**-7 800**
PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍHO MAJETKU CELKEM	**5 572**	**2.687**	**1.475**	**-822**	**2.139**

Peněžní tok z neprovozního majetku

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy	**725**	**617**	**615**	**602**	**594**
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	757	645	665	673	686
Výnosové úroky	0	0	0	0	0
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH *)	-32	-28	-50	-71	-92

Mimořádný výsledek hospodaření před daní	0	0	0	0	0
Nabytí neprovozního majetku	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Nabytí dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Prodej neprovozního majetku	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Snížení dlouhodobého fin. majetku (splátka půjčky)	0	0	0	0	0
PENĚŽNÍ TOK Z NEPROVOZNÍHO MAJ. CELKEM	**725**	**617**	**615**	**602**	**594**

Finanční činnost

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
Změna stavu dlouhodobých závazků	**-4 467**	**-2 449**	**-1 049**	**-465**	**0**
Změna dlouhodobých bankovních úvěrů	-2 449	-1 049	-119	0	0
Změna stavu krátkodobých bankovních úvěrů	-2 018	-1 400	-930	-465	0
Změna dluhopisů	0	0	0	0	0
Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	**150**	**200**	**350**	**400**	**400**
Upsání cenných papírů a účastí (zvýš. zákl. kap.)	0	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	150	200	350	400	400
PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI CELKEM	**-4 317**	**-2 249**	**-699**	**-65**	**400**

Peněžní tok celkem

Položka	2013	2014	2015	2016	2017
PENĚŽNÍ TOK CELKEM	1 390	555	991	-585	2 933
Stav peněžních prostředků na konci období	***1 989***	***2 544***	***3 535***	***2 950***	***5 883***

PŘÍLOHA P VII: PLÁNOVANÁ ROZVAHA

A K T I V A	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM	97 546	99 085	102 836	101 559	104 373
Dlouhodobý majetek	61 373	74 580	76 586	74 817	76 698
Dlouhodobý nehmotný majetek	3	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	57 534	70 744	72 750	70 981	72 862
Pozemky	12 963	15 093	15 330	16 000	16 200
Stavby	22 505	23 156	24 851	23 980	23 788
Samostatné movité věci	19 266	29 295	32 569	31 001	32 874
Zvířata	2 800	3 200	3 250	3 150	2 990
Dlouhodobý finanční majetek	3 836	3 836	3 836	3 836	3 836
a) Provozně potřebný	0	0	0	0	0
b) Provozně nepotřebný:					
- Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	0	0	0	0	0
- Jiný dlouhodobý finanční majetek (pohledávka)	3 836	3 836	3 836	3 836	3 836
Oběžná aktiva	36 082	24 415	26 160	26 652	27 585
Zásoby	22 394	11 474	12 920	15 289	13 047
Materiál	1 364	1 200	1 430	4 347	1 606
Zboží	21 030	10 274	11 490	10 942	11 441
Krátkodobé pohledávky	11 699	10 397	9 705	8 413	8 655
Pohledávky z obchodních vztahů	11 699	10 397	9 705	8 413	8 655
Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)	1 989	2 544	3 535	2 950	5 883
a) Provozně potřebné	1 989	2 544	2 616	2 544	2 719
b) Provozně nepotřebné	0	0	919	406	3 164
Časové rozlišení	91	90	90	90	90

P A S I V A	2013	2014	2015	2016	2017
PASIVA CELKEM	97 546	99 085	102 836	101 559	104 373
Vlastní kapitál	78 148	82 658	86 508	90 208	93 858
Základní kapitál	52 201	52 201	52 201	52 201	52 201
Kapitálové fondy	-4 008	-4 008	-4 008	-4 008	-4 008
Fondy ze zisku	27 955	29 465	33 315	37 015	40 665
Zákonný rezervní fond	27 955	29 465	33 315	37 015	40 665
Výsledek hospodaření minulých let	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření běžného úč. období (+-)	2 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Cizí zdroje	18 588	15 627	15 528	10 551	9 715
Rezervy	132	130	130	130	130
Dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	13 989	13 048	14 003	9 491	9 120
Závazky z obchodních vztahů	5 962	4 488	5 275	3 090	2 900
Závazky k zaměstnancům	7 775	8 200	8 350	6 004	5 800

Závazky ze sociálního zabezpečení a zdrav. pojištění	345	360	378	397	420
Stát - daňové závazky a dotace	-93	0	0	0	0
Bankovní úvěry a výpomoci	**4 467**	**2 449**	**1 395**	**930**	**465**
Bankovní úvěry dlouhodobé	2 449	1 049	930	465	0
Krátkodobé bankovní úvěry	2 018	1 400	465	465	465
Časové rozlišení	**810**	**800**	**800**	**800**	**800**

PŘÍLOHA P VIII: SEZNAM VZORCŮ POUŽITÝCH K VÝPOČTU ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY

Běžná likvidita = Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky

Celková zadluženost = (Cizí zdroje / Aktiva) * 100

Doba obratu pohledávek = (Průměrný stav pohledávek / Tržby) * 360

Doba obratu zásob = (Průměrný stav zásob / Tržby) * 360

Doba obratu závazků = (Krátkodobé závazky / Tržby) * 360

Doba splácení dluhů = (Cizí zdroje – rezervy) / Provozní Cash-flow

Krytí stálých aktiv dl. zdroji = (Vlastní kapitál + dlouhodobé cizí zdroje) / Stálá aktiva

Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem = Vlastní kapitál / Stálá aktiva

Míra zadluženosti = Cizí zdroje / Vlastní kapitál

Obrat aktiv = Tržby / aktiva

Okamžitá likvidita = Finanční majetek / Krátkodobé závazky

Pohotová likvidita = (Krátkodobé pohledávky + finanční majetek) / krátkodobé závazky

ROA = (EBIT / Aktiva) * 100

ROCE = Zisk / úplatný kapitál

ROE = (Čistý zisk / vlastní kapitál) * 100

ROI = [Zisk / (Vlastní kapitál + dl. zdroje)] * 100

ROS = (Zisk / Tržby) * 100

Úrokové krytí = EBIT / Nákladové úroky