

Projekt stanovení hodnoty podniku Zemědělské družstvo Haňovice využitím výnosových metod ocenění

Bc. Pavel Přidal

Diplomová práce
2012



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Ústav financí a účetnictví

akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Pavel PŘIDAL**

Osobní číslo: **M100679**

Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt stanovení hodnoty podniku Zemědělské družstvo Haňovice využitím výnosových metod oceňování**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

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

II. Praktická část

- Analyzujte vnější a vnitřní podmínky vývoje hospodaření společnosti Zemědělské družstvo Haňovice.
- Na základě předchozí analýzy a prognózy trhu vypracujte strategický finanční plán podniku.
- Stanovte hodnotu podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Závěr

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

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

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

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.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. 2., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.

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

Ve Zlíně dne 18. června 2012

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že:

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

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

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

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

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

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

- (1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst. 3). 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.

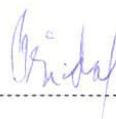
- podle § 60⁴ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati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

Prohlašuji, že:

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

Ve Zlíně

13.8.2012



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 mé diplomové práce je stanovit hodnotu Zemědělského družstva Haňovice k 1.1. 2012 pomocí výnosových metod ocenění. Diplomová práce se skládá z teoretické části, a praktické části. V teoretické části jsou popsány obecné základy o oceňování podniku, dále faktor času a rizika, postup jak ocenit podnik a jednotlivé metody oceňování. V praktické části jsem nejprve charakterizoval oceňovaný podnik Zemědělské družstvo Haňovice a provedl jsem strategickou a finanční analýzu. V dalším bodě praktické části jsem vytvořil finanční plán. V závěru praktické části jsem stanovil náklady na kapitál a provedl samotné ocenění podniku pomocí vybraných výnosových metod.

Klíčová slova: oceňování podniku, náklady na kapitál, finanční analýza, strategická analýza, finanční plán, výnosové metody oceňování, hodnota podniku

ABSTRACT

The aim of my thesis is to determine the value of Zemědělské družstvo Haňovice at 1.1. 2012 using yield valuation methods. This thesis consists of theoretical part and practical part. In the theoretical part describes the fundamentals of company valuation, then the time factor and the risk, how to evaluate company and different valuation methods. In the practical part, I first characterized Zemědělské družstvo Haňovice and I made a strategic and financial analysis. In the following paragraph of practical part, I created a financial plan. In conclusion, the practical part, I set the cost of capital and made valuation using yield valuation methods.

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

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat vedoucí mé diplomové práce paní Ing. Evě Kramné za její cenné rady a připomínky.

Za poskytnuté materiály a obětovaný čas děkuji vedoucí ekonomického oddělení Zemědělského družstva Haňovice paní Ing. Marii Slánské.

Čestné prohlášení

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

OBSAH

ÚVOD	11
I TEORETICKÁ ČÁST	12
1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	13
1.1 PODNIK JAKO PŘEDMĚT OCENĚNÍ.....	13
1.1.1 Definice podniku	13
1.1.2 Hladiny hodnoty podniku	13
1.2 KATEGORIE HODNOTY	14
1.2.1 Tržní hodnota	14
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota	14
1.2.3 Objektivizovaná hodnota	15
1.2.4 Kolínská škola	16
1.3 DŮVODY PRO OCENĚNÍ PODNIKU	16
2 FAKTOR ČASU A RIZIKA	17
2.1 FAKTOR ČASU.....	17
2.2 FAKTOR RIZIKA.....	17
2.2.1 Vymezení rizik spojených s podnikatelskou činností	17
2.2.1.1 Obchodní riziko	18
2.2.1.2 Finanční riziko	19
2.2.1.3 Celkové podnikatelské riziko.....	19
2.2.2 Systematické a nesystematické riziko	19
2.3 DISKONTNÍ MÍRA	20
2.3.1 Kategorie hodnoty a diskontní míra	20
2.3.2 Náklady na kapitál.....	20
2.3.2.1 Použitelnost β koeficientu při výpočtu nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM.	21
3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ	22
3.1 SBĚR VSTUPNÍCH DAT.....	23
3.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	23
3.2.1.1 Účel strategické analýzy	23
3.2.1.2 Postup strategické analýzy	23
3.2.2 Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu).....	24
3.2.2.1 Základní data o trhu	24
3.2.2.2 Analýza atraktivity trhu	25
3.2.2.3 Prognóza vývoje trhu	25
3.2.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku.....	26
3.2.3.1 Analýza a hodnocení silných a slabých stránek	26
3.2.3.2 SWOT analýza	26
3.2.4 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognóza tržeb	27
3.3 FINANČNÍ ANALÝZA	27
3.3.1 Účel finanční analýzy.....	27
3.3.2 Metody finanční analýzy	28

3.3.3	Postup finanční analýzy.....	28
3.3.4	Ukazatele finanční analýzy.....	28
3.3.4.1	Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury.....	29
3.3.4.2	Ukazatele likvidity	29
3.3.4.3	Ukazatele aktivity	30
3.3.4.4	Ukazatele rentability	30
3.3.4.5	Souhrnné ukazatele	30
3.4	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ	31
3.5	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	32
3.6	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	33
4	METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	34
4.1	OCEŇENÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ.....	34
4.1.1	Metoda diskontovaného čistého cash flow.....	34
4.1.1.1	Investovaný kapitál	35
4.1.1.2	Peněžní toky pro metodu DCF.....	35
4.1.1.3	Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu	36
4.1.1.4	Diskontní míra pro metodu DCF	39
4.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	40
4.1.2.1	Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů	40
4.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	41
4.1.3.1	Základní výpočet ukazatele EVA	41
4.1.3.2	Vztah ocenění metodou EVA a metodou DCF.....	42
4.2	METODY ZALOŽENÉ NA ANALÝZE TRHU	43
4.2.1	Přímé ocenění z dat kapitálového trhu	43
4.2.2	Ocenění metodou tržního porovnání	43
4.3	OCEŇENÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU	44
4.3.1	Likvidační hodnota.....	44
4.3.2	Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku.....	44
II	PRAKTICKÁ ČÁST	45
5	CHARAKTERISTIKA PODNIKU ZEMĚDĚLSKÉ DRUŽSTVO HAŇOVICE.....	46
6	STRATEGICKÁ ANALÝZA.....	48
6.1	RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNÓZA.....	48
6.1.1	Vymezení trhu	48
6.1.2	Odhad velikosti trhu	48
6.2	ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU	49
6.2.1	Prognóza vývoje trhu.....	50
6.3	ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY OCEŇOVANÉHO PODNIKU.....	51
6.3.1	Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku	51
6.3.2	Identifikace konkurentů.....	52
6.3.3	Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku.....	52
6.3.3.1	SWOT Analýza.....	52
6.3.3.2	Přímé a nepřímé faktory konkurenční síly podniku.....	53

6.4	ODVOZENÍ ZÁVĚRŮ K PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU A PROGNÓZY TRŽEB	59
6.4.1	Hodnocení perspektivnosti	59
6.4.2	Prognóza růstu tržeb	60
7	FINANČNÍ ANALÝZA	61
7.1	VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA (ABSOLUTNÍ UKAZATELE)	61
7.1.1	Analýza rozvahy	61
7.1.2	Analýza výsledovky	63
7.1.3	Analýza cash flow	64
7.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	64
7.2.1	Ukazatele likvidity	65
7.2.2	Ukazatele dlouhodobé finanční stability a zadluženosti	65
7.2.3	Ukazatele rentability	66
7.2.4	Ukazatele aktivity	66
7.2.5	Souhrnné ukazatele	67
7.2.6	Závěr finanční analýzy	68
8	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ.....	69
8.1.1	Provozně nutný investovaný kapitál.....	70
8.1.2	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	71
9	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	72
10	OCENĚNÍ POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD	76
10.1	DISKONTNÍ MÍRA	76
10.1.1	Náklady na vlastní kapitál	76
10.1.1.1	Metoda CAPM	76
10.1.1.2	Stavebnicová metoda	79
10.1.1.3	Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu	80
10.1.1.4	Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál	80
10.1.2	Náklady na cizí kapitál	81
10.1.3	Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC).....	81
10.2	OCENĚNÍ METODOU DCF ENTITY	81
10.3	OCENĚNÍ POMOCÍ METODY EVA	83
10.4	METODA KAPITALIZOVANÝCH ČISTÝCH VÝNOSŮ – PAUŠÁLNÍ METODA	84
10.5	SOUHRNNÉ OCENĚNÍ SAMOSTATNÉHO PODNIKU	86
	ZÁVĚR	87
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	89
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	91
	SEZNAM OBRÁZKŮ	92
	SEZNAM TABULEK.....	93
	SEZNAM PŘÍLOH.....	95

ÚVOD

V dnešní době je pozice firem a podnikatelských aktivit těžká. Trh si žádá maximální výkon, optimální přizpůsobení a výhledovou perspektivu. Zajistit prosperitu a úspěšný rozvoj podniku není v dnešním tržním prostředí jednoduché. Pro dosažení těchto cílů je potřeba promyšlená strategie podniku a tvorba strategických plánů. Kvalitní strategický plán podniku může významně ovlivnit hospodářské výsledky podniku.

Problematika oceňování podniku je v České republice problematikou staronovou, její potřeba se objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a především s transformací vlastnických vztahů. V současné době aktuálnost a potřeba oceňování podniku nijak neoslabuje. Nyní je možné sledovat v ekonomice opačný proces, proces koncentrace kapitálu, který se projevuje slučováním podniků. Jde o proces adaptace podnikové sféry na měnící se podmínky konkurence.

Ve vyspělých tržních ekonomikách je problematika oceňování podniku také vysoce aktuální. Důsledkem toho jsou vývojové tendence ve světové ekonomice, které vyvolávají potřebu efektivního umístění rozsáhlého volného kapitálu. Mezi tyto tendence patří proces koncentrace kapitálu, vytváření transnacionálních společností, pohyb volného kapitálu nebo globalizace světové ekonomiky.

Cílem mé diplomové práce je na základě poznatků z oblasti oceňování podniků zanalyzovat Zemědělské družstvo Haňovice a určit tržní hodnotu Zemědělského družstva Haňovice pomocí výnosových metod ocenění.

Diplomová práce se skládá ze dvou částí. První část diplomové práce je teoretická. V této části na základě odborné literatury popíši obecné základy pro oceňování podniku, faktor času a rizika, jak postupovat při ocenění podniku a nakonec zmíním jednotlivé metody oceňování, když hlavní pozornost mají výnosové metody oceňování.

Druhá část diplomové práce je praktická. V praktické části nejprve představím podnik Zemědělské družstvo Haňovice, dále provedu strategickou a finanční analýzu družstva a vytvořím finanční plán. V závěru práce potom stanovím náklady na kapitál a pomocí výnosových metod určím tržní hodnotu společnosti.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 OBECNÉ ZÁKLADY PRO OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před samotným postupem, jak podnik ocenit, je třeba mít představu o tom, co se vlastně oceňuje a co by mělo být výsledkem ocenění. Nejprve se stanoví základní východiska pro oceňování podniku. Konkrétně je třeba vědět, co se rozumí pod samotným pojmem podnik a jaké jsou základní hladiny, na kterých může být podnik oceněn. Je potřeba také zmínit, co je to hodnota podniku a jaké základní kategorie hodnoty je žádoucí rozlišovat. (Mařík, 2007, s. 15)

1.1 Podnik jako předmět ocenění

V prvním kroku je potřeba vymezit pojem podnik. Tento pojem je často v literatuře vysvětlen různě. (Mařík, 2007, s. 15)

1.1.1 Definice podniku

Největší význam pro oceňovatele má definice uvedená v obchodním zákoníku, která vymezuje podnik v § 5 jako:

„...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“ (obchodní zákoník, 2012)

1.1.2 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze ocenit na různých hladinách:

Hodnota brutto – jedná se o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.

Hodnota netto – jde o hodnotu na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál. Pojetí vlastního kapitálu však nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím. (Mařík, 2007, s. 16)

1.2 Kategorie hodnoty

Hodnota společnosti se určuje subjektivně, tj. hodnota závisí na tom, k jakému účelu se ocenění provádí a kdo ho provádí. Hodnota společností souvisí s velkým množstvím dat, informacích o trhu a také se subjektivními odhady. Existuje celá řada informací a modelů, které usnadňují ocenění podniku. Nelze je však používat úplně stejně pro všechny podniky. (Al-Rashed, 2012)

Existují 4 základní přístupy k oceňování podniku:

1. tržní hodnota
2. subjektivizovaná hodnota
3. objektivizovaná hodnota
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy. (Mařík, 2007, s. 22)

1.2.1 Tržní hodnota

Vychází z představy, že existuje trh s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na tomto trhu existuje více kupujících a více prodávajících a jsou tak vytvářeny podmínky pro vznik tržní ceny. Podle standardů je tržní hodnota aktiva výrazem spíše jeho trhem uznatelné použitelnosti než jeho čistě fyzického stavu.

Definice tržní hodnoty:

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. (Mařík, 2007, s. 22)

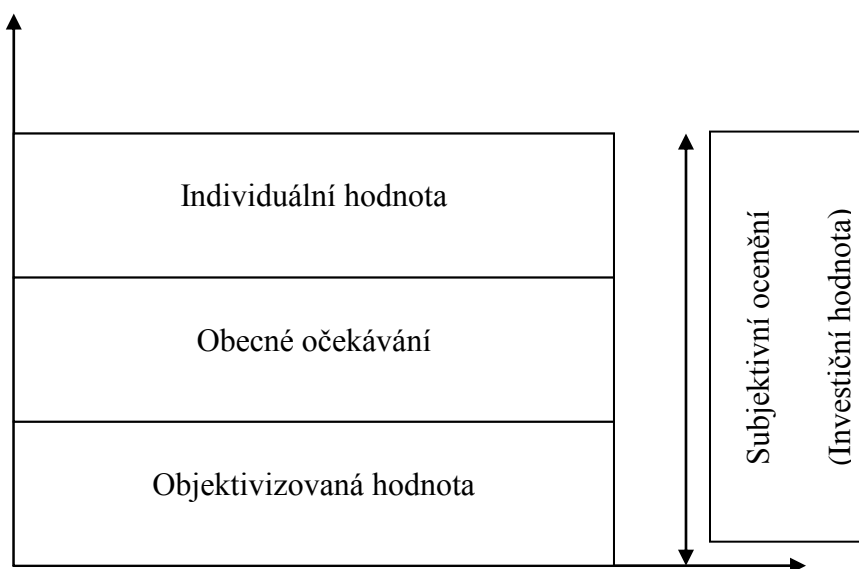
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Při subjektivním ocenění je prioritou individuální názor účastníků transakce, například kupujícího. Výsledná hodnota je pak dána očekávanými užitky pro konkrétní osobu nebo subjekt. **Investiční hodnota** je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. (Mařík, 2007, s. 26-27)

1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Pro ocenění je pro odhadce výhodnější vycházet z představy objektivní, případně alespoň objektivizovanější hodnoty. Nicméně odborníci z německy mluvících zemí přišli již před lety s tím, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje, že hodnota není objektivní vlastností podniku. Proto se začalo používat pojem objektivizovaná hodnota. Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Tyto zásady jsou následující:

- **Udržení substance** - z podniku by mělo být vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena jeho majetková podstata (substance).
- **Volný zisk** - ocenění je založeno na volném zisku, tzn. té části zisku, kterou mohu vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku.
- **Nepotřebný majetek** – zahrnuje se jen majetek provozně nutný.
- **Možnosti změn v podniku** – uvažujeme změny známé k datu ocenění.
- **Metoda** - musí být jasná a jednoznačná.
- **Management** – předpokládá se setrvání managementu v podniku.
- **Zdanění** - doporučuje se zohlednit i daně na úrovni vlastníka. (Mařík, 2007, s. 27-28)



Obrázek 1: Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění (Mařík, 2007, s. 29)

1.2.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji. Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků. Kolínská škola rozlišuje několik základních funkcí oceňování. Mezi tyto funkce patří funkce poradenská, funkce rozhodčí, funkce argumentační, funkce komunikační a funkce daňová. (Mařík, 2007, s. 30)

1.3 Důvody pro ocenění podniku

Samotné ocenění je službou, kterou požaduje zákazník a má z něho určitý užitek. Tento užitek může mít různou podobu podle potřeb objednatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Ocenění může vycházet z různých podnětů a sloužit k různým cílům. Základní rozdělení vychází z toho, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv:

- a) Ocenění související s vlastnickými změnami**
- b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám**

2 FAKTOR ČASU A RIZIKA

Pro konkrétní postup při oceňování, jsou důležité dva faktory. Na těchto faktorech je založena podstatná část dalších úvah. Je to čas a riziko. Oba tyto faktory vstupují do oceňování především prostřednictvím diskontní míry. (Mařík, 2007, s. 39)

2.1 Faktor času

Z teoretického hlediska vymezujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva plynou držiteli tohoto aktiva. Všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, však nemají pro svého příjemce rovnocenný význam. Důležitá není pouze jejich výše, ale také to, v kterém okamžiku je držitel aktiva získá. Jde o tzv. časovou hodnotu peněz. Příjem získaný dříve má větší význam, než příjem získaný později, protože jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. Z tohoto důvodu se musí všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve potom lze tyto současné hodnoty budoucích příjmů sečíst. (Mařík, 2007, s. 39)

2.2 Faktor rizika

Kromě velikosti plateb, které plynou z oceňovaného aktiva a časového okamžiku, kdy platby držitel aktiva získá, je pro výslednou hodnotu důležitá i pravděpodobnost, s jakou částky nastanou. Hodnota aktiva se zvyšuje, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté, a naopak hodnota bude tím nižší, čím vyšším rizikem jsou tyto příjmy zatíženy.

Riziko lze rozdělit podle dvou typů členění:

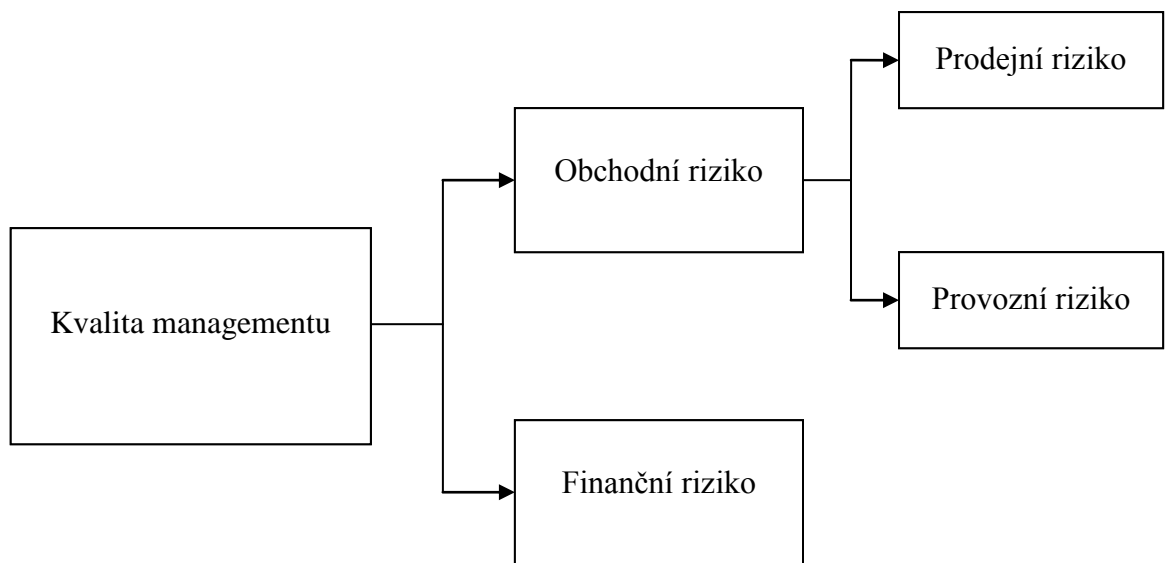
- **členění na riziko obchodní a finanční**, se použije v případě, kdy budeme chtít sestavit rizikovou přírážku v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik.
- **členění na riziko systematické a nesystematické**, které vychází ze vztahu k účelu, pro který má dané ocenění, a tím i diskontní míra sloužit. (Mařík, 2007, s. 40)

2.2.1 Vymezení rizik spojených s podnikatelskou činností

Riziko je chápáno jako důsledek nejednoznačnosti budoucího vývoje výnosů hospodářské činnosti. Skutečné výnosy mohou být vyšší nebo nižší, než je určitá základní očekávaná

hodnota. Riziko je tím větší, čím více se může skutečný výsledek lišit od očekávaného. Toto riziko bývá zúženo na riziko výsledků hospodaření. Zdroje rizika výsledku hospodaření spatřujeme především v těchto hlavních oblastech:

- a) kvalita managementu a organizační struktury podniku,
- b) intenzita konkurence na příslušném trhu,
- c) stupeň diverzifikace,
- d) stupeň pružnosti provozních nákladů ve vztahu ke změnám podnikových výkonů (tzv. provozní páka),
- e) zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování jako jsou úroky, splátky úvěrů, leasingové platby apod. (tzv. finanční páka). (Mařík, 2007, s. 41)



Obrázek 2: Vztah mezi zdroji rizika výsledku hospodaření (Mařík, 2007, s. 41)

2.2.1.1 *Obchodní riziko*

Obchodní riziko je dáno proměnlivostí čistých výnosů, která je způsobena především:

- proměnlivostí prodeje (prodejní riziko),
- 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. Bezprostředně jej lze měřit pomocí variability čistých tržeb. **Provozní riziko** je dáno podílem fixních provozních nákladů na celkových provozních nákladech. **Celkové obchodní riziko** nejlépe změříme pomocí variačního koeficientu provozních výsledků hospodaření. (Mařík, 2007, s. 42)

2.2.1.2 *Finanční riziko*

Finanční riziko je závislé na velikosti fixních finančních nákladů. Tyto náklady tvoří především nákladové úroky, dále leasingové splátky, dividendy z prioritních akcií atd. Finanční riziko můžeme měřit dvěma způsoby:

- a) prostřednictvím stupně finanční páky,
- b) prostřednictvím různých ukazatelů zachycujících výši zadlužení a likviditu. (Mařík, 2007, s. 44)

2.2.1.3 *Celkové podnikatelské riziko*

Celkové riziko lze nejlépe zjistit na základě volatility celkového výsledku hospodaření. Celkový výsledek hospodaření se doporučuje chápat na úrovni výsledku hospodaření za běžnou činnost (Mařík, 2007, s. 44-45)

2.2.2 *Systematické a nesystematické riziko*

Je nutné rozlišování rizik systematických (tržních), které vznikají v důsledku změn v celkovém ekonomickém prostředí a rizik nesystematických, která jsou specifická pro jednotlivé obory, firmy, projekty. Systematická rizika nelze snižovat diverzifikací, nesystematická ano. (Pavelková, 2001, s. 14)

Toto členění je spojené s investicemi na kapitálovém trhu. Je dokázané, že riziko investice do portfolia cenných papírů je nižší, než kdybychom investovali pouze do jednotlivého cenného papíru. Čím je portfolio více diverzifikované, tím je riziko portfolia nižší. I dobře diverzifikované portfolio je v praxi spojeno s určitým rizikem, které již nelze zcela vyloučit, protože je vyvoláno faktory ovlivňujícími celý kapitálový trh. Toto riziko označujeme jako **systematické riziko** nebo také tržní. K faktorům tohoto rizika patří například vývoj hrubého domácího produktu, tržních úrokových měr nebo cenové hladiny. Tyto vlivy pů-

sobí na všechny papíry, byť s různou silou. Riziko, které můžeme snížit vytvářením portfolia, označujeme jako **nesystematické** (jedinečné). Je způsobeno příčinami, které jsou specifické pro určitý podnik. (Mařík, 2007, s. 45-46)

2.3 Diskontní míra

Diskontní míra je nástroj, pomocí kterého se zpravidla do hodnoty podniku promítá faktor času a faktor rizika. Diskontní míra je:

- míra výnosnosti užívaná pro přepočet peněžní částky na současnou hodnotu této částky,
- míra výnosnosti očekávaná investorem při akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat.

Diskontní míra se určuje na základě výnosnosti, kterou investor bude očekávat s přihlédnutím k riziku. (Mařík, 2007, s. 47-48)

2.3.1 Kategorie hodnoty a diskontní míra

Je třeba odlišovat, pro jaké ocenění, tedy pro jakou kategorii hledané hodnoty budeme kalkulovat diskontní míru:

- 1) pro **tržní hodnotu** je třeba kalkulaci opřít o tržní data a tomu odpovídající metody.
- 2) Při **investiční hodnotě** budeme vycházet z konkrétní situace daného investora a z jeho individuálních možností alternativního využití kapitálu. Diskontní míru by měl stanovit klient po poradě s oceňovatelem.
- 3) Pro **objektivizované ocenění** je třeba mít takový odhad diskontní míry, který bude co nejvíce podložen běžně dostupnými daty. Doporučuje se vycházet z tržní úrokové míry chápané jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů a rizikové přírážky. (Mařík, 2007, s. 51)

2.3.2 Náklady na kapitál

U každého zdroje financování lze odhadnout, jaké náklady jsou spojené s jeho získáním a užitím. Každý kapitál nese náklad. Pro ekonomické využití je potřeba znát náklady jednotlivých druhů kapitálu, ale také výši průměrných nákladů kapitálu, které podnik nese. Tyto

informace pomáhají při řešení různých rozhodnutí v podniku. Náklady kapitálu se využívají v mnoha oblastech. (Pavelková a Knápková, 2005, s. 157)

2.3.2.1 Použitelnost β koeficientu při výpočtu nákladů vlastního kapitálu metodou CAPM.

V současné praxi oceňování podniků České i Slovenské republiky převládá při stanovení NVK za využívání modelů zahrnující koeficient beta zejména model CAPM v jeho různých modifikacích. V podstatě lze postup shrnout tak, že oceňovatel využije informace o odvětvové betě v daném období a tento koeficient beta využije pro kalkulaci nákladů kapitálu.

Při praktickém využití v obdobích větších hospodářských změn však, není možné „slepě“ uváděné bety využít. Koeficienty beta určitých odvětví díky značné volatilitě trhu, z něhož jsou tyto koeficienty odvozovány, indikují vyšší výnosy u společností, resp. odvětví, u nichž ve skutečnosti dochází k poklesům. Výsledky beta koeficientů tak nejsou spolehlivé v obdobích se zvýšenou volatilitou trhů.

Z postupů ověření využití beta koeficientů v obdobích hospodářských změn bylo zjištěno, že beta koeficienty ne zcela přesně dokážou zobrazit zvýšení rizika v meziročním srovnání ve všech odvětvích, resp. oborech. Některé odvětvové beta koeficienty reagují v souladu s vývojem trhu, jiné nikoliv. Tento závěr pro oceňovatele v praxi znamená, že před využitím modelu CAPM musí zvážit, zdali tento model bude mít dostatečnou vypovídací schopnost. Model CAPM je možné využívat i přes výše uvedené informace. Za vhodné se považuje zejména využití více než jedné metody odhadu nákladů vlastního kapitálu. (Brabenec, 2009)

3 POSTUP PŘI OCENĚNÍ

V oblasti oceňování podniku existuje mnoho literatury a teorií, které se podílejí na usnadnění procesu oceňování a snaží se minimalizovat riziko spojené s oceňováním podniku. Nicméně neexistuje žádný jednotný rámec, který by určoval přesně způsob a procesy jak ocenit ten či onen podnik. Neexistuje tak dobrý ani špatný způsob, jak ocenění provést. (Al-Rashed, 2012)

Ocenění podniku se skládá z několika kroků a postupů, které pomáhají určit hodnotu podnik a zvyšují spolehlivost tohoto hodnocení. Mezi tyto kroky patří obchodní, účetní a finanční analýzy a prognózy. Odhadování budoucích firemních výkazů je však spojeno s velkou nejistotou a bývá považováno za nejtěžší součást procesu ocenění. Tuto nejistotu lze do jisté míry snížit pomocí přesných analýz vnějších a vnitřních faktorů, které ovlivňují budoucí vývoj společnosti. Hodnota ocenění se tak liší v závislosti na použitém modelu ocenění a dalších faktorech. (Al-Rashed, 2012)

Postup ocenění je potřeba vždy přizpůsobit konkrétním podmínkám, tj. podnětu ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, zvolené metodě, dostupným datům atd. Obecně se doporučuje tento postup:

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
 - a) Strategická analýza
 - b) Finanční analýza pro zjištění finančního zdraví podniku
 - c) Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d) Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e) Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění
 - a) Volba metody
 - b) Ocenění podle zvolených metod
 - c) Souhrnné ocenění (Mařík, 2007, s. 53)

3.1 Sběr vstupních dat

Dostupnost informačních zdrojů a vstupní hodnoty mají přímý vliv na výslednou hodnotu ocenění. Interní informace o podnikání nemusí podnik poskytnout všechny z důvodu konkurence na trhu. Firmy se při sebehodnocení někdy snaží ukázat svoji lepší stránku a mohou se vyhýbat některým negativním aspektům. Problém je, že vedení firmy má větší znalosti o společnosti, než ostatní lidé, kteří se v podniku nepohybují a proto je potřeba dávat pozor a pokud to jde ověřit spolehlivost poskytnutých informací. (Al-Rashed, 2012)

Pro postup ocenění je nutné nejprve shrnout nejdůležitější data. Můžeme je rozdělit do několika základních skupin - základní data o podniku, ekonomická data, relevantní trh, konkurenční struktura, odbyt a marketing, výroba a dodavatelé a pracovníci. (Mařík, 2007, s. 54-56)

3.2 Strategická analýza

Strategická analýza bývá označována za klíčovou fázi procesu ocenění. Strategická analýza popisuje výnosový potenciál oceňovaného podniku a hlavní rizikové oblasti. Tyto informace jsou poté využity k prognóze podnikových zisků a odhadu růstových možností podniku. Strategická analýza vychází z firemní strategie. Pro oceňovatele je potřeba znát základní vazby v podniku. (Palepu, 2004, s. 11)

3.2.1.1 Účel strategické analýzy

Strategická analýza by měla odpovědět na tyto hlavní otázky:

1. Jaké jsou **perspektivy podniku** z dlouhodobého hlediska?
2. Jaký vývoj trhu, konkurence a především **vývoj podnikových tržeb** lze v souvislosti s odpovědí na první otázku očekávat?
3. Jaká **rizika** jsou s podnikem spojena? (Mařík, 2007, s. 57)

3.2.1.2 Postup strategické analýzy

Strategická analýza by měla obsahovat tyto kroky:

1. Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu)
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku

3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (Mařík, 2007, s. 58)

3.2.2 Relevantní trh a jeho prognóza (analýza vnějšího potenciálu)

Základní krokem strategické analýzy by mělo být vymezení trhu, který je příslušný pro oceňovaný podnik. Toto vymezení ale není často příliš jednoduché. V každém případě musí být na začátku strategické analýzy jednoznačně vymezen relevantní trh oceňovaného podniku, a to z hlediska:

- věcného, tj. z hlediska produktu,
- území,
- zákazníků,
- konkurentů.

Volba relevantního trhu by nám měla umožnit získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu a následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu. Je možné, že oceňovatel z důvodu získání potřebných dat musí zvolit trh z věcného a územního hlediska širší, než odpovídá skutečnému trhu. (Mařík, 2007, s. 59)

3.2.2.1 Základní data o trhu

K základním datům o trhu patří:

- odhad velikosti relevantního trhu vyjádřený v hmotných a hodnotových jednotkách,
- vývoj trhu v čase,
- případná segmentace trhu. (Mařík, 2007, s. 59)

Velikost trhu nejvíc odráží velikost poptávky, tj. celkový prodej a spotřeba. Pro zjištění velikosti trhu lze použít několik postupů, hlavní však je pohled na stranu poptávky.

Získaná data o relevantním trhu se považují za velmi důležité, neboť poskytují první informaci o vývojových tendencích. Dosavadní tempo rozvoje trhu je výchozí informací pro dohad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku. (Mařík, 2007, s. 60-61)

3.2.2.2 *Analýza atraktivity trhu*

Po vymezení relevantního trhu je potřeba přistoupit k podrobnějšímu hodnocení daného trhu. Jendou z možností je hodnocení atraktivity trhu. Analýza atraktivity by měla:

- přispět k lepšímu poznání **šancí a rizik** daného trhu,
- poskytnout podklady pro stanovení **rizikové přírážky** pro diskontní míru. (Mařík, 2007, s. 63)

V rámci analýzy atraktivity trhu je důležité vymezit hlavní faktory této analýzy. Tyto kritéria mohou být pro každý trh specificky upravena. Mělo by jít hlavně o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. Zvažujeme obvykle kritéria jako růst trhu, velikost trhu, intenzitu přímé konkurence, průměrnou rentabilitu, citlivost trhu na konjunkturu a strukturu a charakter zákazníků. Atraktivita trhu je jeden z faktorů perspektivnosti podniku a také faktor pro hodnocení možnosti dosáhnout určitého růstu tržeb. (Mařík, 2007, s. 63-64)

3.2.2.3 *Prognóza vývoje trhu*

Po analýze následuje prognóza vývoje trhu jako celku. Při tvorbě prognózy je třeba postup upravit podle typu ocenění:

- **Subjektivní ocenění** – prognóza bude vycházet z individuálního názoru konkrétního oceňovatele,
- **Objektivizované ocenění** – prognóza bude vycházet především ze současného stavu a z tendencí dalšího vývoje,
- **Tržní ocenění** - prognóza by měla vycházet z názorů odborné veřejnosti.

Východiskem vlastní prognózy by měla být analýza hlavních faktorů ocenění, které na vývoj trhu působí. Existuje několik hlavních skupin faktorů. První skupinou jsou faktory národohospodářské jako HDP, celková průmyslová výroba nebo spotřeba. Druhou skupinou faktorů jsou obecné faktory poptávky, např. příjmy na obyvatele, ceny, počet obyvatel atd. Do třetí skupiny patří faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů jako jsou spotřební zvyklosti a módní trendy. Oceňovatel musí tyto faktory vyhodnotit podle své vlastní úvahy a využít také vhodné statistické metody. (Mařík, 2007, s. 68)

3.2.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

V této části strategické analýzy si klademe za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti. Postup se doporučuje rozčlenit do následujících kroků:

1. stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku,
2. identifikace konkurentů,
3. analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly,
4. prognóza tržních podílů. (Mařík, 2007, s. 74)

3.2.3.1 Analýza a hodnocení silných a slabých stránek

Každý podnik má nějaké slabé i silné stránky. Tyto přednosti a nedostatky je třeba posuzovat vzhledem k okolí podniku a konkurenci. Mezi silné stránky patří činnosti, které podnik zvládá lépe než jeho hlavní konkurenti. Silnými stránkami může být široká škála věcí a činností např. ceny, kvalita výrobků, dodací lhůty, vyspělost technických procesů atd. Pod slabé stránky naopak spadají podnikové činnosti, které podnik zabezpečuje ve srovnání s konkurencí na nižší úrovni. Výsledek analýzy silných a slabých stránek může podniku napovědět o jeho tzn. specifických podnikatelských přednostech. Jsou to takové vlastnosti, kterými se podnik odlišuje od svých konkurentů a které mu umožňují dosahovat v určité oblasti dlouhodobě nadprůměrné výsledky. Těmito přednostmi může být vysoká kvalifikace pracovníků, výhodné umístění podniku, zásoby levných místních surovin, levná pracovní síla, licence atd. (Fotr, 1999, s. 15)

3.2.3.2 SWOT analýza

SWOT analýza je nástrojem pro systematickou analýzu, zaměřenou na charakteristiku klíčových faktorů ovlivňujících strategické postavení podniku. SWOT analýza využívá předchozí rozbor silných a slabých stránek a navíc je porovnává s hlavními vlivy z okolí podniku, resp. příležitostmi a hrozbami. Někdy je velmi obtížné říct, zda je určitý jev příležitostí nebo hrozbou či silnou nebo slabou stránkou. Uplatnění SWOT analýzy má za cíl rozvíjet silné stránky a potlačovat, resp. utlumovat stránky slabé a současně být připraven na potenciální příležitosti a hrozby. (Sedláčková a Buchta, 2006 s. 91)

3.2.4 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognóza tržeb

Pro prognózu trhu lze vycházet jednak z výsledků předchozích kroků, tj. analýzy a prognózy relevantního trhu a analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku a dále z výsledků časových řad tržeb oceňované firmy za minulost a jejich extrapolace. (Mařík, 2007, s. 93)

a) Hodnocení perspektivnosti podniku

Předpokladem je, že perspektivnost podniku je dána atraktivností trhu, na kterém se pohybuje a konkurenční silou, kterou se vyznačuje. Tato úvaha byla základem první bostonské matice, kterou pro tuto situaci lze využít. Je však potřeba ji pro další analýzy trochu upravit.

b) Vlastní prognóza růstu tržeb

Když se růst trhu získaný z analýzy a prognózy trhu vynásobí růstem tržního podílu získaným z analýzy vnitřního potenciálu a konkurenční síly podniku, pak výsledkem bude odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku. Dále je třeba vytvořit analýzu dosavadního růstu těchto tržeb, zjistit průměrný růst za předchozí roky a časovou extrapolaci tohoto růstu. (Mařík, 2007, s. 93-94)

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza je nástrojem, který se dívá především do minulosti, tj. vychází z toho co se již stalo. Je to statický nástroj, který informuje o událostech minulých. Bez poznání minulosti totiž, není možné její zhodnocení a vyvození správných závěrů pro budoucí rozhodnutí. Finanční analýza slouží pro poskytnutí objektivního pohledu na potenciální růst podniku, zhodnocení míry zranitelnosti podniku, posouzení flexibility a identifikaci rizik. (Kislingerová, 2004, s. 96)

3.3.1 Účel finanční analýzy

Finanční analýza působí jako zpětná vazba a je to zdroj informací o tom, jak si podnik v jednotlivých oblastech vede, zda se mu podařilo naplnit očekávání nebo přišla nějaká změna, kterou nečekal. Je chybou myslet si, že to co už proběhlo, tzn. historické údaje nelze nijak ovlivnit a že je zbytečné se těmito propočty zabývat. Finanční analýza poskytuje cenné informace nejen pro samotnou firmu, ale i pro uživatele, kteří nejsou součástí podni-

ku. Dosažené výsledky z minulých období lze využít pro odhad a prognózování budoucího vývoje. (Pavelková, 2001, s. 35)

3.3.2 Metody finanční analýzy

Metody finanční analýzy lze členit na metody elementární a vyšší. K elementárním metodám finanční analýzy patří:

- Analýza stavových (absolutních) ukazatelů (analýza trendů a procentní rozbor),
- Analýza rozdílových a tokových ukazatelů (analýza fondů peněžních prostředků a analýza cash flow, tržeb, nákladů a zisku),
- Analýza poměrových ukazatelů (analýza ukazatelů likvidity, rentability, aktivity, zadluženosti, majetkové a finanční struktury, ukazatelů kapitálového trhu a analýza ukazatelů na bázi cash flow),
- Analýza soustav ukazatelů,
- Souhrnné ukazatele hospodaření. (Pavelková, 2001, s. 36)

3.3.3 Postup finanční analýzy

Nejdůležitější je vždy analýza účetních výkazů a jejich porovnání s odvětvím. Následuje zhodnocení všech složek finanční rovnováhy: zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Dále je také potřeba zabývat se vztahy uvnitř jednotlivých skupin ukazatelů. Výsledkem je interpretace výsledků tzn. analýza finanční situace a problémů podniku. (Pavelková, 2001, s. 37)

3.3.4 Ukazatele finanční analýzy

Účetní výkazy obsahují údaje, které lze přímo použít – jde o **absolutní ukazatele**. Ty se využívají hlavně k analýze vývojových trendů (srovnání vývoje v časových řadách) a k procentnímu rozboru komponent (jednotlivé položky výkazů se vyjádří jako procentní podíly těchto komponent). Rozvaha obsahuje údaje o stavu k určitému okamžiku (stavové ukazatele), výkaz zisku a ztrát nám dává přehled o nákladech a výnosech za daný časový interval (tokové ukazatele). Z rozdílu stavových ukazatelů lze získat rozdílové ukazatele. V případě, že některý údaj dáváme do poměru s jiným údajem, jde o poměrový ukazatel. (Pavelková, 2001, s. 37)

Rozdílové ukazatele pomáhají analyzovat a řídit finanční situaci podniku s orientací na jeho likviditu. Mezi nejvýznamnější rozdílové ukazatele patří *čistý pracovní kapitál* (provozní kapitál), který je definován jako rozdíl mezi oběžnými aktivy a krátkodobými cizími zdroji a má významný vliv na platební schopnost podniku. Pro dostatečnou likviditu podniku je potřeba mít určitou výši relativně volného kapitálu, tzn. přebytek krátkodobých likvidních aktiv nad krátkodobými zdroji.

Základním nástrojem finanční analýzy jsou **ukazatele poměrové**. Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů umožňuje získat rychlý a nenákladný obraz o základních finančních charakteristikách podniku a patří mezi nejoblíbenější metody. Patří sem ukazatele zadluženosti, likvidity, rentability, aktivity a ukazatele kapitálového trhu. (Pavelková, 2001, s. 37-39)

3.3.4.1 Ukazatele zadluženosti, majetkové a finanční struktury

Tyto ukazatele ukazují výši rizika, jež firma podstupuje při dané struktuře vlastních a cizích zdrojů. Zadluženost nemusí být pro podnik negativní. Určitá výše zadlužení je obvykle pro firmu užitečná. Každý podnik musí usilovat o optimální finanční strukturu, o nejvhodnější poměr vlastních a cizích zdrojů, aby cena kapitálu byla co nejmenší. Mezi ukazatele zadluženosti patří, celková zadluženost, míra zadluženosti, úrokové krytí, doba splácení dluhů a krytí stálých aktiv vlastním kapitálem. (Pavelková, 2001 s. 39)

3.3.4.2 Ukazatele likvidity

Podnik pro udržení dlouhodobé existence musí být jednak rentabilní a výnosný, ale musí také být schopen uhradit své potřeby. Likvidita, tedy schopnost podniku hradit své závazky, je nezbytnou podmínkou pro dlouhodobou existenci podniku. Likvidita je však v protikladu s rentabilitou, protože pokud chce být podnik likvidní, musí mít vázány určité prostředky v oběžných aktivech, zásobách, pohledávkách a na účtu.

Řízení likvidity v každém podniku je závislé od strategie firmy. Jsou firmy, které používají velmi agresivní přístup k řízení likvidity, jelikož si to mohou dovolit díky jménu a postavení na trhu. Naopak defenzivní strategii v oblasti likvidity uplatňují některé menší firmy, které nemají tak dobrou pozici na trhu.

Mezi základní poměrové ukazatele patří běžná likvidita, pohotová likvidita a hotovostní likvidita. (Kislingerová, 2004, s. 77-78)

3.3.4.3 Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele měří využití jednotlivých složek majetku. Ukazatele aktivity, podobně jako ukazatele výnosnosti, srovnávají výstupy a vstupy. Mají ale určitá specifika. Za vstupy se považují jednotlivé položky aktiv firmy. Výstupem potom jsou výnosy resp. tržby. (Neumaierová a Neumaier, 2002, s. 88)

S pomocí těchto ukazatelů lze zjistit, zda je velikost jednotlivých druhů aktiv v rozvaze v poměru k současným nebo budoucím hospodářským aktivitám podniku přiměřená. Ukazatele aktivity tedy měří schopnost podniku využívat vložené prostředky. (Pavelková, 2001, s. 50)

Mezi základní poměrové ukazatele patří obrat aktiv, doba obratu zásob, doba splatnosti pohledávek a doba splatnosti závazků. (Kislingerová, 2004, s. 82)

3.3.4.4 Ukazatele rentability

Rentabilita, resp. výnosnost vloženého kapitálu vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Na ukazatele rentability mají kombinovaný vliv likvidita, řízení aktiv a řízení dluhu. (Pavelková, 2001, s. 48)

V praxi se používá několik modifikací ukazatelů rentability, podle toho, zda se pro výpočet použije zisk před úhradou úroků a daní EBIT, zisk před zdaněním EBT, zisk po zdanění EAT či zisk po zdanění zvýšený o nákladové úroky. Nejčastěji se používá rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb. (Dluhošová, 2010, s. 80)

3.3.4.5 Souhrnné ukazatele

Nejrůznější ukazatele se snaží zhodnotit finanční situaci podniku a jeho výkonnost. Snaží se rozlišit, zda je na tom podnik dobře či nikoliv. Za podniky, jejichž situace není úplně dobrá, se považují podniky s ohroženou likviditou. (Pavelková a Knápková, 2005, s. 35)

Z – skóre (Altmanův model)

Jde o nejnámější a nepoužívanější model. Platí:

$$\text{Z-skóre} = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 1,0 * X_5$$

kde: X_1 = Čistý pracovní kapitál / Aktiva

X_2 = Nerozdělené zisky / Aktiva

X_3 = EBIT / Aktiva

X_4 = Tržní hodnota vlastního kapitálu / Cizí zdroje

X_5 = Tržby / Aktiva

Výsledná hodnota Z-skóre vyšší než 2,99 znamená, že firma má uspokojivou finanční situaci, Z-skóre v rozmezí 1,81 až 2,99 znamená nevyhraněnou finanční situaci a při Z-skóre menším než 1,81 má velmi silné finanční problémy. (Pavelková a Knápková, 2005, s. 35)

Indexy IN

Dalším ukazatelem, který analyzuje finanční zdraví podniku je index důvěryhodnosti IN95.

$$\text{IN95} = V1 * \text{Aktiva} / \text{CZ} + V2 * \text{EBIT} / \text{Nákl. úroky} + V3 * \text{EBIT} / \text{Aktiva} + V4 * \text{Výnosy} / \text{Aktiva} + V5 * \text{OA} / (\text{Krátk. závazky} + \text{Krátk. bankovní úvěry}) - V6 * \text{závazky po době splatnosti} / \text{Tržby}$$

V1 až V6 znamenají váhy jednotlivých ukazatelů. Váha ukazatele V2 je 0,11 a V5 je 0,1. Ostatní váhy jsou závislé na odvětví. Pokud ve výsledek IN větší než 2 představuje podnik s dobrým finančním zdravím. Hodnota mezi 1 a 2 znamená, že podnik není „ani zdraví ani nemocný“. Hodnota menší než 1 znamená, že jde o podnik se špatným finančním zdravím. (Pavelková a Knápková, 2005, s. 35-36)

3.4 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Při oceňování podniku se vychází z předpokladu, že daný podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pokud tomu tak není, měl by být oceněn jak souhrn podnikatelských jednotek, přičemž každá jednotka by měla být oceňována zvlášť. Každý podnik potřebuje pro svoje podnikání určitá aktiva. Ty aktiva, které jsou nezbytná pro zá-

kladní obor podnikání se označují jako aktiva provozně nutná. Všechna ostatní aktiva jsou aktiva provozně nenutná.

U všech metod oceňování by mělo být provedeno rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a provozně nenutná, v případě, že je to možné. Zároveň by měly být upraveny také výnosy a náklady, tzn. vyloučeny náklady a výnosy, které vznikají z provozně nepotřebných aktiv. (Mařík, 2007, s. 118)

Důvody pro toto rozčlenění majetku jsou následující:

- Část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj žádné, nebo jen malé příjmy. Sem patří například nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším množství než provozně potřebném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendy atd.
- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- K ocenění obou skupin budeme přistupovat jiným způsobem a použijeme proto i jiné metody. Provozně potřebná aktiva zůstanou nadále součástí podniku a budeme je tedy oceňovat například výnosově na základě výnosů, které z využívání těchto aktiv podniku plynou, nebo z pohledu hodnoty jejich znovupořízení. Aktiva, která neslouží k hlavnímu provozu podniku se budou oceňovat samostatně. (Mařík, 2007, s. 119)

3.5 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních veličin podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Mezi generátory hodnoty patří tržby, marže provozního zisku, investice do provozního kapitálu, diskontní míra, způsob financování atd. (Mařík, 2007, s. 125-126)

Existuje několik důvodů, proč zavádět pojem generátory hodnoty, když uvedené položky najdeme obvykle ve finančních plánech:

- a) Hodnota podniku je závislá na jeho schopnosti vytvářet do budoucnosti volné peněžní toky. Jde hlavně o dlouhodobý výhled a je třeba **se soustředit především na ty veličiny, které hodnotu ovlivňují rozhodujícím způsobem.**
- b) Pomocí analýzy generátorů hodnoty získá oceňovatel **lepší představu o minulosti podniku**, protože z této analýzy je patrné, zda podnik tvoří hodnotu nebo ne, a jaké faktory na to mají vliv.
- c) Z generátorů hodnoty se vychází při tvorbě finančního plánu a také při plánu volných peněžních toků. **Finanční plán by pak měl být pouze rozvedením projekce generátorů hodnoty.** (Mařík, 2007, s. 126)

3.6 Sestavení finančního plánu

Při oceňování pomocí některé z výnosových metod je potřeba pro oceňovaný podnik sestavit kompletní finanční plán. Tento plán se skládá z následujících hlavních finančních výkazů:

1. výsledovka,
2. rozvaha,
3. výkaz peněžních toků. (Mařík, 2007, s. 149)

V rámci řízení podniku by měl být finanční plán součástí podnikového plánu. Podnikový plán by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, teda z jeho vize a jasné strategie. Je tvořen několika plány. Patří mezi ně především plány prodeje, plány produkce, plány kapacit, plán provozního výsledku hospodaření atd. (Mařík, 2007, s. 149-150)

4 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Existuje několik skupin metod oceňování podniku. Mezi jednotlivými skupinami existují odlišnosti. Každá metoda může mít své výhody a nevýhody. Uvedu zde jednoduchý příklad. Oceňování pomocí výnosových metod je jedním z často používaných způsobů oceňování společností. U výnosových metod je nevýhodou, že hlavní veličinou této metody tedy ziskem jde částečně manipulovat. To např. u ocenění na účetní bázi není možné. Naopak účetní hodnota zase neodráží budoucí vývoj společnosti. Výnosové ocenění se snaží tyto růstové příležitosti zachytit a započítat je do ocenění. Takto by se dalo pokračovat také u dalších metod. Nejde tak přesně určit, která metoda je jednoznačně nejlepší nebo nejsprávnější. (Palepu, 2004, s. 105)

4.1 Ocenění na základě analýzy výnosů

Tyto metody vychází z faktu, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků jsou tímto užitekem očekávané výnosy. Nejsprávnější je za tyto výnosy považovat skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Existuje několik základních výnosových metod:

- metody diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metody ekonomické přidané hodnoty (EVA). (Mařík, 2007, s. 163)

4.1.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

V současné praxi patří model diskontovaného cash flow mezi modely s největším využitím v anglosaských zemích. Jeho využívání se však neustále rozšiřuje. Základem metody je, že hodnota aktiv je odvozena od současné hodnoty budoucích peněžních příjmů. (Kislingero-ová, 2001, s. 157)

Tato metoda se může vyskytovat ve více variantách. Existují 3 základní techniky pro výpočet hodnoty DCF:

- a) **metoda „entity“** – volné CF pro vlastníky i věřitele. Výsledkem ocenění je celkový kapitál.

- b) **metoda „equity“** – volné CF pro vlastníky. Výsledkem ocenění je pouze vlastní kapitál.
- c) **metoda „APV“** – tato metoda zjišťuje celkový kapitál podniku. Výsledek ocenění se počítá jako součet hodnoty podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. (Mařík, 2007, s. 164-165)

4.1.1.1 Investovaný kapitál

Při použití metody DCF je důležitou otázkou, jak stanovit peněžní toky pro ocenění a jak stanovit prognózu těchto peněžních toků. Při výpočtu peněžních toků se pracuje s investovaným kapitálem. Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou je potřeba upravit ve dvou směrech:

- úprava za účelem zjištění nákladů na kapitál,
- úprava z důvodu rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

Diskontní míra představuje náklady na kapitál. Je třeba však určit pouze náklady na investovaný kapitál, který se oceňuje. Nejjednodušší je stanovit náklady na úročený cizí kapitál. Základem jsou požadované úroky. Těžší už je zjistit náklady na vlastní kapitál, které vypočteme pomocí jednotlivých metod. (Mařík, 2007, s. 165-166)

Po stanovení nákladů na kapitál je potřeba vymezit majetek provozně nutný, tj. **investovaný kapitál**. Tento kapitál zahrnuje:

- provozně nutná dlouhodobá aktiva,
- provozně nutný upravený pracovní kapitál. (Mařík, 2007, s. 169)

4.1.1.2 Peněžní toky pro metodu DCF

Podstatou metody DCF je pomocí diskontovaných peněžních toků ocenit investovaný kapitál. Východiskem je produkce peněz v podniku, tj. provozní peněžní tok. Následně je potřeba odečíst investice, které jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. **volné cash flow**, v případě DCF entity peněžní tok do firmy nebo peněžní tok pro vlastníky a věřitele. (Mařík, 2007, s. 170)

A) Model DCF entity (FCFF)

1.	+ korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi
2.	- Upravená daň z příjmu
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
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 (FCF)

Obrázek 3: Výpočet volného peněžního toku (Mařík, 2007, s. 170)

4.1.1.3 Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, jimiž se přetváří vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Propočet metodou DCF entity probíhá ve dvou krocích:

1) Určení celkové hodnoty podniku

Celkovou hodnotou se rozumí výnosová hodnota investovaného kapitálu. Tuto celkovou hodnotu lze získat diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku.

2) Vypočtení výnosové hodnoty vlastního kapitálu

Vypočtená celková hodnota podniku se musí snížit o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Dluhy, které budou teprve přijaty, se neberou v úvahu, protože metoda DCF implicitně počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů. Na závěr oceňování se k provozní hodnotě vlastního kapitálu přičte hodnota neprovozních aktiv k datu ocenění. (Mařík, 2007, s. 177)

Pro výpočet hodnoty podniku celkem (H_b) využijeme obecný výraz:

$$H_b = \sum FCFF_t (1+i_k)^{-1}$$

kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

V praxi se obecně předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho. V takto dlouhém období je velice obtížné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Tento problém je možno řešit dvěma způsoby:

a) **standardní dvoufázová metoda,**

b) **metody založené na odhadu průměrných temp růstu.** (Mařík, 2007, s. 178)

Častěji se v praxi používá **dvoufázová metoda**. Vychází z předpokladu, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. V první fázi může oceňovatel prognózovat volný peněžní tok pro jednotlivá léta. Ve druhé fázi se pak nachází období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku v druhé fázi se označuje jako pokračující hodnota. (Mařík, 2007, s. 178)

Hodnota podniku podle dvoufázové metody se vypočítá takto:

$$H_b = \sum FCFF_t (1+i_k)^{-1} + PH / (1 + i_k)^T$$

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC (Mařík, 2007, s. 178)

Fáze prognózy

Je potřeba rozhodnout, jak dlouho bude trvat období první fáze. Doporučuje se, že období první fáze by mělo trvat, než podnik dosáhne určité rovnováhy. To závisí na životním cyklu podniku, ustálení peněžních toků apod. Obecně se doporučuje 3 až 6 let. Pokračující hodnota má na výsledné hodnotě podniku velký podíl (až 80%). (Mařík, 2007, s. 179)

Pro výpočet pokračující hodnoty lze použít **Gordonův vzorec**. Pro druhou fázi se předpokládá stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnotu lze vypočítat ze vzorce:

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

kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během druhé fáze

FCFF = volný peněžní tok do firmy (Mařík, 2007, s. 183)

Další možností výpočtu pokračující hodnoty je **vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)**. Tento vzorec vychází z vybraných faktorů tvorby hodnoty jako tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření snížených o upravené daně a očekávaná rentabilita nových investic. (Mařík, 2007, s. 186)

Vzorec pro výpočet pokračující hodnoty má tuto podobu:

$$\text{Pokračující hodnota} = [\text{KPVH}_{T+1} * (1-g/r_1)] / (i_k - g)$$

kde: KPVH_{T+1} = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy (Mařík, 2007, s. 187)

U metody DCF se lze setkat také s členěním na 3 fáze. Používá se tehdy pokud je členění budoucího vývoje podniku na 3 fáze účelnější:

- fáze rychlého růstu – sestavují se kompletní plány
- fáze přechodná FCF se odhaduje pomocí ročního tempa růstu
- období stability pokračující hodnotu se počítá jako perpetuita. (Mařík, 2007, s. 200)

Výsledná hodnota podniku

Pomocí uvedených postupů jde zjistit provozní hodnotu podniku brutto, což je celková hodnota podniku, která ale zachycuje jen provozní část podniku. (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

Obrázek 4: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2007, s. 201)

B) Metoda DCF equity

Představuje peněžní toky pro akcionáře. Tento peněžní tok představuje vyšší míru rizika. Počítá se s diskontní mírou na úrovni vlastního kapitálu. Tento model se používá u podniků se stabilní strukturou financování. (Mařík, 2007, s. 205-206)

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

Obrázek 5: Schéma výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky – FCFE (Mařík, 2007, s. 205)

4.1.1.4 Diskontní míra pro metodu DCF

Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na tom, jakou variantu metody DCF oceňovatel použije. Záleží na metodě ocenění:

- při **DCF entity** je třeba stanovit diskontní míru na úrovni WACC,
- při **DCF equity** se použijí náklady na vlastní kapitál. (Mařík, 2007, s. 206)

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = [n_{CK} (1-d)] CK / K + n_{VK(Z)} VK / K$$

kde: n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný podnik

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu (Mařík, 2007, s. 207)

4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Jde o oceňovací postup, který byl vypracován a je používán v německy mluvících zemích. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“, tzn. že výnosová hodnota se počítá z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem tak je přímo hodnota vlastního kapitálu. (Mařík, 2007, s. 257)

4.1.2.1 Postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů

Vlastní postup je podobný jako u ostatních výnosových metod:

- 1) Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku
- 2) Prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů
- 3) Odhad kalkulované úrokové míry
- 4) Vlastní propočet výnosové metody buď analytickou metodou nebo paušální metodou. (Mařík, 2007, s. 263)

Propočet výnosové hodnoty

A) Analytická metoda

Analytická metoda je postavená na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Mělo by se vycházet z řady čistých odnímatelných výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Pro dvoufázovou metodu se používá následný vzorec:

$$H_n = \sum \check{C}V_t / (1+i_k)^t + T\check{C}V / i_k * 1 / (1+i_k)^T$$

kde: H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy

T = délka období, pro které jsme schopni odhadnout čistý výnos

T $\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi

i_k = kalkulovaná úroková míra

Podobně jako u DCF lze využít také třífázovou metodu. (Mařík, 2007, s. 270-271)

B) Paušální metoda

Tato metoda se používá u podniků, jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná. Základem je odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení, tj. výsledku hospodaření, který je možno rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku. (Mařík, 2007, s. 271-272)

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum q_t \check{C}V_t$$

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

q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý rok

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu (Mařík, 2007, s. 273)

Kalkulovanou úrokovou míru je třeba očistit o inflaci. Výnosovou hodnotu podniku lze potom vypočítat pomocí vzorce pro věčnou rentu:

$$H_n = T\check{C}V / i_k$$

kde: $T\check{C}V$ = trvale odnímatelný výnos

i_k = kalkulovaná úroková míra (Mařík, 2007, s. 273)

4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Výhody ekonomické přidané hodnoty jsou úzká vazba na hodnotu akcií, využití co nejvíce informací poskytovaných účetnictvím, zahrnuje kalkulaci rizika apod. Ekonomická přidaná hodnota měří ekonomický zisk. Ten dosahuje pokud jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. (Mařík, 2007, s. 282-283)

4.1.3.1 Základní výpočet ukazatele EVA

	Tržní hodnota operačních (tj. provozně potřebných) aktiv
+	Tržní hodnota neoperačních aktiv
-	Tržní hodnota úročených závazků
=	Tržní hodnota vlastního kapitálu

Obrázek 6: Schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu pro metodu EVA (Mařík, 2007, s. 295)

V prvním kroku se zjistí hodnota aktiv, tj. hodnota pro vlastníky i věřitele a teprve odečtením cizího kapitálu se dosáhne ocenění podniku pouze pro vlastníky. (Mařík, 2007, s. 295)

Hodnota operačních aktiv je při této metodě oceňování dána součtem:

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

Obrázek 7: Výpočet hodnoty operačních aktiv v metodě EVA (Mařík, 2007, s. 295)

MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. (Mařík, 2007, s. 295)

Oceňovací model vycházející z EVA vychází z předpokladu, že tržní hodnota podniku se skládá z investovaného kapitálu a současné hodnoty budoucích EVA.

Výpočet hodnoty EVA vychází ze vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum (EVA_t / (1 + WACC)^t) + EVA_{T+1} / [WACC * (1 + WACC)^T] - D_0 + A_0$$

kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operativní aktiva k datu ocenění

T = počet let explicitně plánovaných EVA

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění (Mařík, 2007, s. 297)

4.1.3.2 Vztah ocenění metodou EVA a metodou DCF

Obě metody dávají stejný výsledek, pokud:

- jsou v obou metodách použity stejné průměrné vážené náklady kapitálu,
- je použit stejný zisk, tj. výpočet volných peněžních toků u metody DCF nevychází z účetního provozního zisku, ale z NOPAT,

- investovaný provozně nutný kapitál u metody DCF je stejný jako NOA u metody EVA. (Mařík, 2007, s. 298)

4.2 Metody založené na analýze trhu

Tyto metody jsou v běžném životě často používány. Pokud někdo chce koupit nebo prodat určitou věc, obvykle si zjistí kolik může rozumně požadovat a dané prodejce nebo kupec zjišťuje kolik daná nebo podobná věc stojí. Pokud jde o statek, který je běžně na trhu a má podobné vlastnosti, není ocenění žádným problémem. U podniků to ale není tak jednoduché. Existují dvě základní možnosti ocenění:

1. přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu,
2. ocenění metodou tržního porovnávání. (Mařík, 2007, s. 303)

4.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Využívá se v situacích, kdy je potřeba ocenit akciovou společnost, jejíž akcie jsou běžně obchodovány. Tržní kapitalizace, tedy počet akcií vynásobených jejich cenou a tržní hodnota podniku se však liší. Pro tržní hodnotu je potřeba brát v úvahu volatilitu akcie a proto se počítá s průměrnou cenou za poslední období. Druhá odlišnost vychází ze skutečnosti, že aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií a nelze proto předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla stejná. (Mařík, 2007, s. 303)

4.2.2 Ocenění metodou tržního porovnání

Používá se v případě ocenění akciové společnosti, jejichž akcie nejsou běžně obchodovány. Díky tomu se musí využít metoda tržního porovnání. Tržní hodnotu lze vyčíst z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Tuto metodu lze uplatnit pouze v případě, že rozdíly mezi aktivy jsou malé. Podniku jsou ale zboží téměř jedinečné a nalézt plně srovnatelný podnik je téměř nemožné. Metoda tržního porovnávání je nejvíce využívána ve Spojených státech, kde je největší trh s podniky. Existuje několik variant této metody:

- a) **Metoda srovnatelných podniků** – jde o srovnání s podobnými podniky, u kterých je známá 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 tedy jejich realizační cenu
- d) **Metoda odvětvových multiplikátorů.** (Mařík, 2007, s. 304-305)

4.3 Ocenění na základě analýzy majetku

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a srozumitelný. Výsledkem tohoto ocenění je substanční hodnota. Majetková hodnota je hodnota individuálně oceněných položek majetku. Od této hodnoty je pak odečtena výše individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je dána množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění. (Mařík, 2007, s. 321)

4.3.1 Likvidační hodnota

Tato hodnota má význam, pokud je majetek podniku určitým způsobem rozdělen, rozprodán nebo zlikvidován. Je to hodnota, kterou lze získat prodejem jednotlivých částí podniku. Likvidační hodnotu se použije v případě ocenění podniků s omezenou životností, ocenění podniků ztrátových, odhadu dolní hranice ocenění podniku, rozhodování mezi likvidací a sanací podniku nebo ocenění neprovozního majetku. (Mařík, 2007, s. 321-323)

4.3.2 Majetkové ocenění za předpokladu pokračování podniku

Majetková hodnota za předpokladu pokračování podniku závisí na přístupu k vlastnímu ocenění jednotlivých položek:

- a) Ocenění na bázi historických cen (účetní přístup)
- b) Ocenění na bázi reprodukčních cen (substanční hodnota)
- c) Ocenění na bázi uspořené nákladů
- d) Ocenění na bázi tržních hodnot. (Mařík, 2007, s. 324)

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 CHARAKTERISTIKA PODNIKU ZEMĚDĚLSKÉ DRUŽSTVO HAŇOVICE

Družstvo se rozkládá v okrajové části Hané, západně od Litovle. Svoji severní částí zasahuje do CHKO Litovelské Pomoraví. Podnik má dlouholetou tradici, je přímým hospodářským nástupcem původního JZD „Doubrava“, zapsaného v Obchodním rejstříku dne 21. března 1962. Družstvo vzniklo postupným slučováním původních 16 celků. V roce 1992 prošel podnik transformací do dnešní majetkoprávní podoby. Dnes obhospodařuje katastrální území části Litovle a patnácti dalších obcí s výměrou 2 110 ha zemědělské půdy, z toho 1959 ha půdy orné.

K 31. prosinci 2011 mělo družstvo 245 členů. Ke konci roku 2011 mělo družstvo základní kapitál 38 458 tis. Kč, který byl tvořen vklady 245 členů. Průměrný vklad činí 0,25%, 22 vlastníků má vklad mezi 1 až 2%.

Rozhodující předmět činnosti je zemědělství včetně prodeje nezpracovaných zemědělských výrobků za účelem zpracování nebo dalšího prodeje.

Družstvo se zabývá hlavně těmito oblastmi:

Rostlinná výroba – Družstvo hospodaří v řepařské výrobní oblasti se zaměřením na pěstování potravinářské pšenice, sladovnického ječmene, cukrovky, luskovin (sója, hrách), máku, hořčice a krmných plodin a dále na výrobu osiv obilovin, olejnin a trav.

Chov mléčného skotu – zejména pak chov krav dojnic

Chov prasat – zejména chov prasnic

Mechanizace – družstvo poskytuje služby i pro vnější zákazníky, a to zejména v oblasti polních prací. Jedná se o setí, přihnojování a sklizňové práce.

Provoz plasty Mladeč – podnik vyrábí a dodává do obchodní sítě a dalším výrobcům výrobky z PVC a PP jako splachovací komplety, velká kolena k nízko položeným splachovačům, svařovací drát, trubky, plakátové a mapové lišty a další. (ZD Haňovice, 2012)

Charakteristika a budoucnost zemědělství

Podíl zemědělství na celkové zaměstnanosti v ČR v letech 2001-2007 trvale klesal. V roce 2007 již činil pouze 3,6 % a byl tak téměř totožný s průměrem v EU-15. V českém zemědělství zaniklo v tomto období na 50 tisíc pracovních míst, což představuje pokles o více

než 20 %. S rostoucí automatizací došlo v zemědělství v letech 2001-2007 k změnám v profesní struktuře, která směřuje k nárůstu kvalifikačně náročných profesí. Vzrostl podíl technických pracovníků z 10,5 na 12,9 % a vědeckých pracovníků a odborníků z 3 na 3,9 %. Nejvíce zastoupenými skupinami profesí jsou nadále kvalifikovaní dělníci a pracovníci obsluhy strojů. (Budoucnost profesí, 2012)

V současné době zemědělství patří v české ekonomice k odvětvím s vyšším věkovým průměrem a dlouhodobě trpí úbytkem zájmu ze strany mladých lidí. Podíl pracovníků do 30 let se snížil na polovinu, naopak podíl pracovníků starších 60 let se za posledních 10 let o polovinu zvýšil. Více než dvě pětiny pracovníků jsou starší 50 let. Zemědělství je vnímáno jako odvětví s relativně nižší perspektivou uplatnění - celková zaměstnanost v něm do roku 2020 poklesne přibližně o jednu čtvrtinu v porovnání s rokem 2008 a podíl odvětví na celkové zaměstnanosti v ekonomice dosáhne 2,45 %. To přibližně odpovídá současnému podílu tohoto odvětví na celkové zaměstnanosti ve vyspělých západoevropských zemích.

Na druhou stranu je nutné zdůraznit, že díky věkovému průměru odvětví bude značná část tohoto poklesu vstřebána přirozenými odchody, kdy místa uvolněná staršími pracovníky již nebudou obsazována. I v zemědělství se však nedostává určitých typů profesí a v příštích letech se v odvětví bude měnit kvalifikační struktura. Nové trendy podpoří poptávku po pracovnících s vyšší či širší kvalifikací. Bude se jednat například o další rozvoj biopaliv, zejména bioplynových stanic, kterých bude v nejbližších pěti letech postaveno několik set. Poptávka po biopalivech se promítne jak do vývoje pracovních míst spojených s jejich pěstováním, zpracováním a skladováním. Očekává se další posun v automatizaci odvětví. Další rozvoj se očekává od ekofaremu a rozšiřování agroturistiky. Budoucí výrazný pokles zaměstnanosti v zemědělství tyto moderní trendy neovlivní, poptávku po pracovnících s úplným středoškolským a vysokoškolským vzděláním však zvýší. (Budoucnost profesí, 2012)

6 STRATEGICKÁ ANALÝZA

Pomocí strategické analýzy chci vymežit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten se odvíjí zejména od vnějšího a vnitřního potenciálu podniku.

6.1 Relevantní trh a jeho prognóza

Prvním krokem strategické analýzy je vymezení trhu, na kterém se podnik pohybuje. Někdy může být toto vymezení poněkud problematické.

6.1.1 Vymezení trhu

Trh lze vymežit ze 4 základních hledisek.

1) Hledisko věcné, tj. hledisko produktu

Hlavními produkty zemědělského družstva Haňovice jsou obiloviny, olejniny, cukrovka, mléko a vepřové maso.

2) Hledisko území

Za relevantní trh z pohledu území budu brát trh České Republiky.

3) Hledisko zákazníků

Největším odběratelem obilovin a olejnin je společnost MSK Kroměříž, obiloviny jsou dále prodávány také společnosti NAVOS Kroměříž. Cukrovku odebírá cukrovar Prosenice. Mléko se prodává společnosti OLMA Olomouc. Hlavním zákazníkem v oblasti vepřového masa je společnost Těšínské jatky z Českého Těšína. Zemědělské družstvo Haňovice pak nepatrnou část produkce prodává přímo běžným lidem.

4) Hledisko konkurentů

Za konkurenty považuji všechny zemědělské podniky a družstva na území České republiky, včetně drobných zemědělců. V České republice je asi 20 velkých zemědělských podniků a celkem přes 300 subjektů, které se věnují zemědělské činnosti.

6.1.2 Odhad velikosti trhu

Velikost relevantního trhu jsem odvodil z celkových tržeb v zemědělství.

tabulka 1: Vývoj tržeb zemědělského odvětví (ČSÚ, 2012)

	Tržby zemědělského odvětví (mil. Kč)	Tempo růstu trhu
2002	102290,4	x
2003	93670,7	-8,43%
2004	115751,5	23,57%
2005	102893,1	-11,11%
2006	102265,4	-0,61%
2007	120182,5	17,52%
2008	119766,1	-0,35%
2009	97815,5	-18,33%
2010	102673,7	4,97%

6.2 Analýza atraktivity trhu

Pro hodnocení atraktivity trhu použijí následující faktory atraktivity trhu.

- **růst trhu** – nelze předpokládat, že by rostla spotřeba obyvatel.
- **velikost trhu** – objem trhu je vcelku stálý. Existuje tlak ze strany dovozců a odbytu domácích podniků může i klesat.
- **intenzita přímé konkurence** – vysoká, problémem pro domácí podniky jsou dovozené dovozy ze zahraničí.
- **průměrná rentabilita** – dosahuje nižších hodnot (4 % - 8 %).
- **citlivost trhu na konjunkturu** – objem výroby je stejný, na konjunkturu je závislý pohyb cen.
- **struktura a charakter zákazníků** – odběratelé jsou velké podniky pohybující se ve zpracovatelském průmyslu.

tabulka 2: Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	2			x					2	4
Velikost trhu	2					x			4	8
Intenzita konkurence	2			x					2	4
Průměrná rentabilita	1			x					2	2
Citlivost na konjunkturu (objem výroby)	1						x		5	2
Citlivost na konjunkturu (pohyb cen)	1		x						1	5
Struktura zákazníků	2					x			4	8
Vlivy prostředí	1		x						1	1
Celkem	15									34

Maximální počet bodů: 72

Dosažený počet bodů: 34

Hodnocení: 47,2 %

Analýzovaný trh je z hlediska atraktivity průměrný.

6.2.1 Prognóza vývoje trhu

Prognózu trhu jsem vypočítal z analýzy časové řady tržeb zemědělského odvětví a její extrapolace a jednoduché regresní analýzy, kdy za vysvětlující proměnnou jsem zvolil inflaci, která měla nejvyšší koeficient determinace. Výsledným hodnotám vypočteným z obou metod jsem přiřadily váhy (váha 1 u analýzy časové řady a váha 3 u regresní analýzy) a spočítal průměr. U regresní analýzy byl koeficient determinace vyšší, proto třikrát větší váha.

Pro výpočty jsem vycházel z následujících rovnic:

a) Časový trend

$$T = 665,23 \times \text{rok} + 102972$$

b) Regresní závislost na inflaci

$$T = 4563 \times \text{inflace v \%} + 95803$$

tabulka 3: Prognóza vývoje relevantního trhu (vlastní zpracování podle dat ČSÚ)

	Tržby zemědělského odvětví (mil. Kč)	Tempo růstu tržeb odvětví	HDP ČR (mil. Kč)	Tempo růstu HDP	Inflace (v %)
2002	102290,4	x	2464400	x	1,8
2003	93670,7	-8,43%	2577100	4,57%	0,1
2004	115751,5	23,57%	2814800	9,22%	2,8
2005	102893,1	-11,65%	2983900	6,01%	1,9
2006	102265,4	-0,61%	3352599	12,36%	2,5
2007	120182,5	17,52%	3662573	9,25%	2,8
2008	119766,1	-0,35%	3848411	5,07%	6,3
2009	97815,5	-18,33%	3739225	-2,84%	1
2010	102673,7	4,97%	3775237	0,96%	1,5
2011	106102,8	3,34%	3807802	0,86%	2
2012	111402,5	4,99%	3838264	0,80%	3,5
2013	106777,7	-4,15%	3934221	2,50%	2,1
2014	105917,3	-0,81%	4032577	2,50%	1,8

6.3 Analýza konkurenční síly oceňovaného podniku

6.3.1 Stanovení tržního podílu oceňovaného podniku

Tržní podíl určím jako poměr tržeb zemědělského družstva a odhadnuté velikosti relevantního trhu.

tabulka 4: Stanovení tržního podílu ZD Haňovice (vlastní zpracování)

	Tržby zemědělského odvětví (mil. Kč)	Tržby zemědělského druž- stva	Tržní podíl druž- stva
2002	102290,4	105,678	0,10%
2003	93670,7	98,664	0,11%
2004	115751,5	121,799	0,11%
2005	102893,1	102,275	0,10%
2006	102265,4	113,175	0,11%
2007	120182,5	125,977	0,10%
2008	119766,1	128,233	0,11%
2009	97815,5	112,849	0,12%
2010	102673,7	100,024	0,10%
2011	106102,8	117,709	0,11%

Tržní podíl je poměrně stabilní. Pohybuje se hlavně mezi hodnotami 0,1 -0,11%.

6.3.2 Identifikace konkurentů

Za konkurenty považují všechny zemědělské podniky, které mají podobné podmínky pro produkci. Rozdílem mezi jednotlivými podniky je výše nákladů spojená s produkcí statků.

6.3.3 Analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku

6.3.3.1 SWOT Analýza

Silné stránky

- vhodné klimatické podmínky pro tradiční zemědělskou produkci (kvalitní půda, dobré klimatické podmínky)
- většina zaměstnanců pracuje v ZD mnoho let, tzn. znají dobře prostředí, v němž pracují, za mnohaletou praxi mají hodně zkušeností a znalostí
- doplnění klasické zemědělské produkce o výrobku plastů
- dobrá organizace práce
- dobrý management, který dokáže maximálně využívat dotační politiku

Slabé stránky

- průměrný věk zaměstnanců družstva je poměrně vysoký
- vysoká výše úvěrů
- družstvo by mohlo hledat cesty, jak využít marketing

Příležitosti

- využití dotační politiky státu
- získání peněžních prostředků z fondů (EU)
- odeznívající ekonomická krize
- rozšíření klasické výroby o další činnost – výstavba bioplynové stanice

Hrozby

- změny na světových trzích nebo v politice EU
- dovážené levné výrobky z ostatních zemí
- počasí
- mladí perspektivní lidé nemají velký zájem pracovat v zemědělství
- rostoucí ceny vstupů (energie, hnojiva, osiva, pohonné hmoty, stroje, krmiva)

6.3.3.2 Přímé a nepřímé faktory konkurenční síly podniku

Přímé faktory – kvalita a technické úroveň, ceny, dostupnost, propracovaná distribuce a pružnost dodávek, servis, působivost reklamy, celková image firmy

Nepřímé faktory – kvalita managementu, výzkum a vývoj, investice do majetku a lidského kapitálu, finanční zázemí

a) Management a řízení podniku

tabulka 5: Hodnocení kvality 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		jasná strategie
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						x		Jasná kompetence a hodnoty
7 Osobní kvalifikace	Nedostatečná						x		Vysoce kvalifikovaný
8 Schopnost se učit	Ztrnulost v minulém					x			Vysoká
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	2	2	6	0	
Body × četnost		0	0	0	6	8	30	0	

Získaný počet bodů: 44

Průměrný počet bodů: 4,4

b) Výkonný personál oceňovaného podniku

tabulka 6: Hodnocení situace v personální oblasti (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				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	1	0	1	2	3	0		
Body × četnost		0	1	0	3	8	15	0		

Získaný počet bodů: 27

Průměrný počet bodů: 3,85

c) Inovace, výzkum a vývoj

tabulka 7: Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje v ZD Haňovice (vlastní zpracování)

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 registrovaných práv
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, tržby plynou především ze zavedených produktů		x							Vysoký
4 Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány				x					Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
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		1	3	0	1	1	0	0		
Body × četnost		0	3	0	3	4	0	0		

Získaný počet bodů: 10

Průměrný počet bodů: 1,7

d) Dlouhodobý majetek a investice

tabulka 8: Hodnocení dlouhodobého majetku a investic (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 dl. majetku	Velmi zastaralá							x	Modernější vybavení než u konkurence
3 Stav údržby	Nedostatečná údržba						x		Pečlivá údržba
4 Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“						x		Standardní kritéria hodnocení investic
5 Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu					x			Průběžná kontrola a zpětné hodnocení investic
6 Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná						x		Investice jsou přiměřené konkrétní situaci
Četnost bodů		0	0	0	0	1	4	1	
Body × četnost		0	0	0	0	4	20	6	

Získaný počet bodů: 30

Průměrný počet bodů: 5

Přímé faktory konkurenční síly a její souhrnné vyhodnocení

tabulka 9: Profil konkurenční síly ZD Haňovice (vlastní zpracování)

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body	
		Negativní		Průměr			Pozitivní				
		0	1	2	3	4	5	6			
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků	3						x		5	15
	2 Cenová úroveň	2					x			4	8
	3 Intenzita reklamy	1		x						1	1
	4 Výhody místa	1					x			4	4
	5 Výhody distribuce	1					x			4	4
	6 Image firmy	2					x			4	8
	7 Servis a služby	1				x				3	3
Nepřímé faktory	8 Kvalita managementu	2					x			4	8
	9 Výkonný personál	2					x			4	8
	10 Výzkum a vývoj	1		x						1	1
	11 Majetek a investice	2						x		5	10
	12 Finanční situace	1				x				3	3
Celkem	19										73

Maximální počet bodů: 114

Dosažený počet bodů: 73

Hodnocení: 64%

Z výsledku lze usuzovat, že konkurenční síla podniku je mírně nad průměrem konkurentů. Mezi konkurenční výhody z přímých faktorů patří kvalita výrobků, dále je na tom firma lehce lépe než průměr v oblastech cenové úrovně, výhody místa, distribuce a image firmy. Z nepřímých faktorů je na tom firma nejlépe v oblasti kvality managementu a dlouhodobého majetku. Za nejhorší oblast lze považovat výzkum a vývoj. Dalšího negativního hodno-

cení dosáhla firma u intenzity reklamy, což není až tak významné, protože firma má stále odběratele.

6.4 Odvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

6.4.1 Hodnocení perspektivnosti

Vycházím z poznatku, že perspektivnost podniku je dána atraktivností trhu a konkurenční silou. Firma dosáhla těchto výsledků:

Atraktivita trhu: 47,2 %

Konkurenční síla: 64 %

Konkurenční síla	↑	Velká	3 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	2 Podniky s dobrou perspektivou	1 Podniky s jednoznačnou perspektivou
		Střední	6 Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	5 Podniky s přijatelnou perspektivou	4 Podniky s dobrou perspektivou
		Malá	9 Podniky téměř bez perspektivy	8 Podniky s malou perspektivou	7 Podniky s omezenou perspektivou
			Nízká	Střední	Vysoká
			<div style="border-top: 1px solid black; border-bottom: 1px solid black; padding: 5px 0;"> → </div> Atraktivita trhu		

Obrázek 8: Matice k posouzení perspektivnost ZD Haňovice (vlastní zpracování)

Podnik by se tak nacházel v sektoru 5. Jde tedy o podnik s přijatelnou až dobrou perspektivou.

6.4.2 Prognóza růstu tržeb

tabulka 10: Prognóza tržeb (vlastní zpracování)

	Tržby zemědělského odvětví (mil. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržby zemědělského družstva (mil. Kč)	Tempo růstu tržeb družstva v %	Tržní podíl družstva
2002	102290,4	x	105,678	x	0,10%
2003	93670,7	-8,43%	98,664	-6,64%	0,11%
2004	115751,5	23,57%	121,799	23,45%	0,11%
2005	102893,1	-11,11%	102,275	-16,03%	0,10%
2006	102265,4	-0,61%	113,175	10,66%	0,11%
2007	120182,5	17,52%	125,977	11,31%	0,10%
2008	119766,1	-0,35%	128,233	1,79%	0,11%
2009	97815,5	-18,33%	112,849	-12,00%	0,12%
2010	102673,7	4,97%	100,024	-11,36%	0,10%
2011	106102,8	3,34%	117,709	17,68%	0,11%
2012	111402,5	4,99%	116,055	-1,41%	0,10%
2013	106777,7	-4,15%	132,000	13,74%	0,12%
2014	105917,3	-0,81%	138,600	5,00%	0,13%

Objem trhu v zemědělství je celkem stálý, nelze předpokládat, že by rostla spotřeba obyvatel. V zemědělství je velký tlak na dovoz ze zahraničí a tak se očekává, že odbyt bude stálý nebo mírně klesat. V roce 2012 tak předpokládám, že družstvo bude mít tržní podíl na úrovni 10%. V roce 2013 se je třeba počítat se zvýšením tržeb z důvodu dokončení bioplynové stanice. Dokončení této bioplynové stanice na druhou stranu sníží ostatní tržby z důvodu omezení ostatních činností. Celkový nárůst tržeb pro rok 2013 by měl být 16 miliónů. V roce 2014 pak počítám s 5% nárůstem oproti roku 2013.

7 FINANČNÍ ANALÝZA

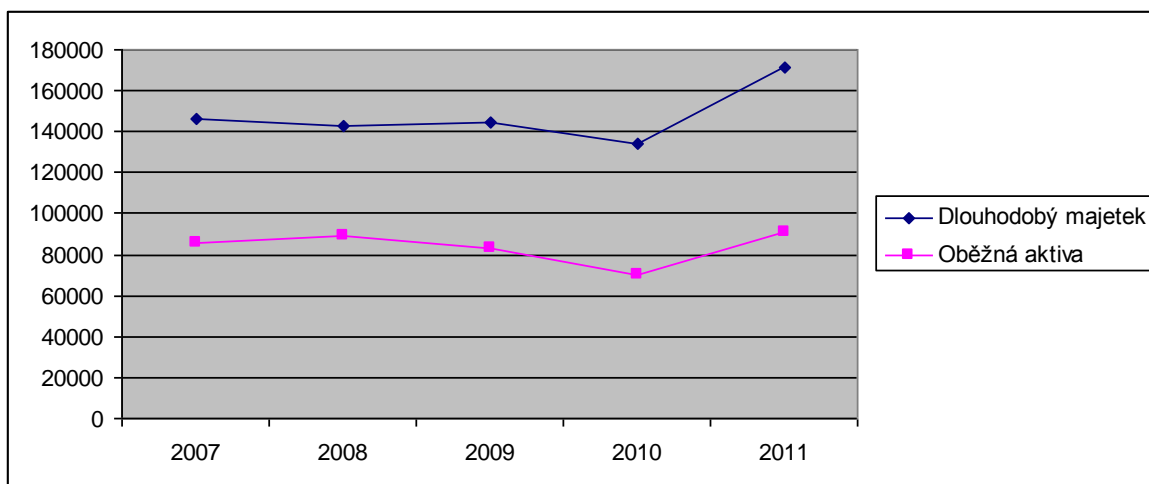
Součástí oceňování podniku je samozřejmě také finanční analýza, která mi poskytne informace o finančním zdraví podniku. Výsledkem finanční analýzy jsou cenné informace o současném stavu podniku a také odhad budoucího vývoje. Finanční analýzu také dále využiji při sestavování finančního plánu.

7.1 Vertikální a horizontální analýza (absolutní ukazatele)

Finanční analýza začíná vertikálním a horizontálním rozbohem absolutních údajů. U horizontální analýzy se porovnávají jednotlivé položky v čase a zjišťuje, jak se konkrétní položka změnila. Vertikální analýza pak sleduje pouze jedno období a zkoumá, jak se na jedné hlavní veličině podílejí veličiny dílčí.

7.1.1 Analýza rozvahy

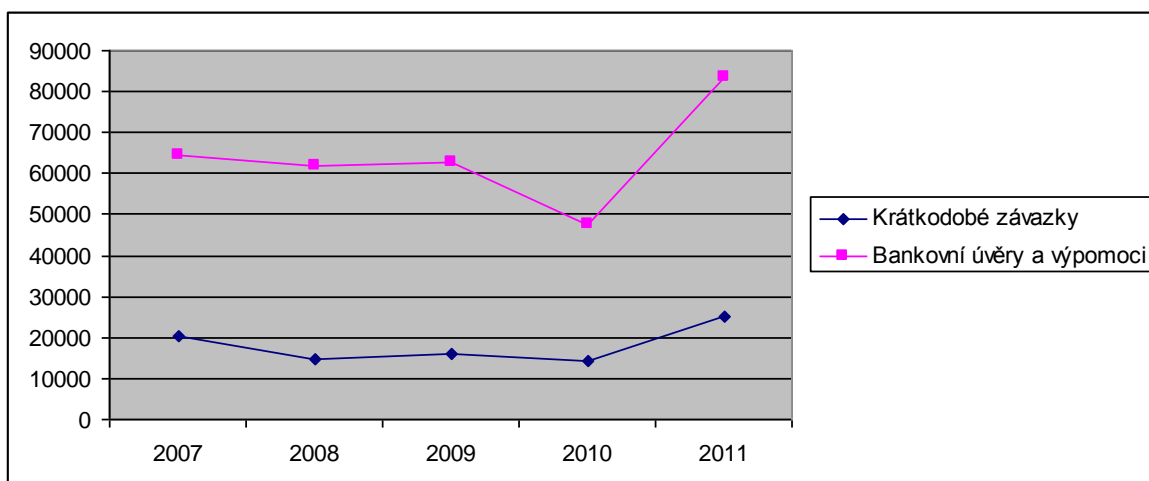
Kompletní vertikální a horizontální analýza rozvahy je uvedena v příloze IV. Zde popíši pouze nejvýznamnější položky.



Obrázek 9: Vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv (vlastní zpracování)



Obrázek 10: Vývoj výsledku hospodaření běžného účetního období (vlastní zpracování)



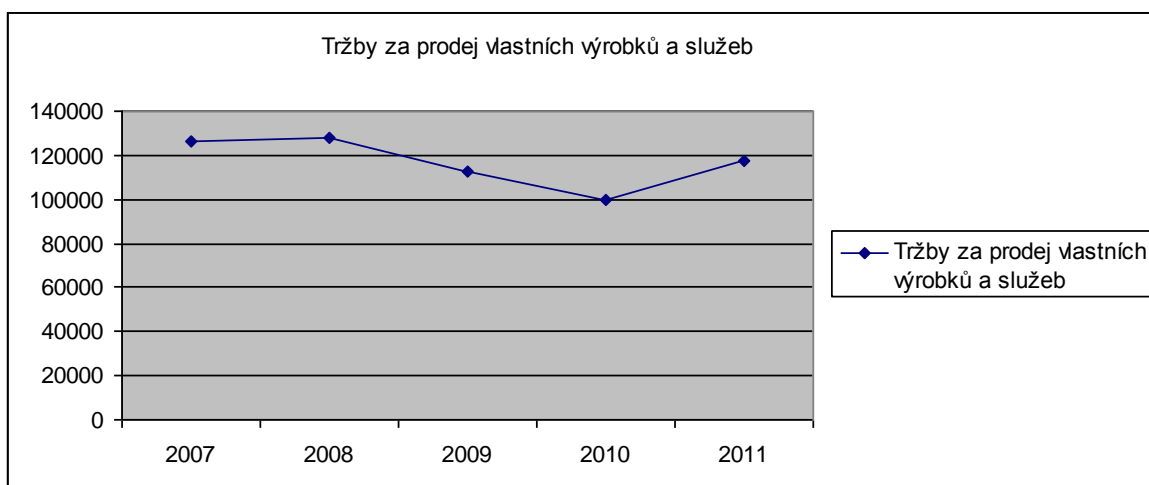
Obrázek 11: Vývoj krátkodobých závazků a bankovních úvěrů (vlastní zpracování)

Dlouhodobý majetek tvoří asi dvě třetiny aktiv podniku. Oběžný majetek potom tvoří jednu třetinu. Tento poměr je stabilní ve všech sledovaných letech. Vlastní kapitál tvoří za sledované období přes 50% celkového kapitálu, pouze v roce 2010 se tento poměr vychýlil v důsledku úbytku dlouhodobých závazků na poměr 60 ku 40 pro vlastní kapitál. V roce 2010 došlo k desetiprocentnímu poklesu aktiv z důvodu prodeje strojů a zařízení. V roce 2011 došlo k výraznému nárůstu aktiv v důsledku investice do dlouhodobého majetku, konkrétně bioplynové stanice. Stejný vývoj v letech 2010 – 2011 měl také oběžný majetek. Tyto výkyvy se odrazily také v pasivech u cizích zdrojů nárůstem bankovních úvěrů a krátkodobých závazků. Hodnota vlastního kapitálu byla stabilní po všechny roky. Velké výky-

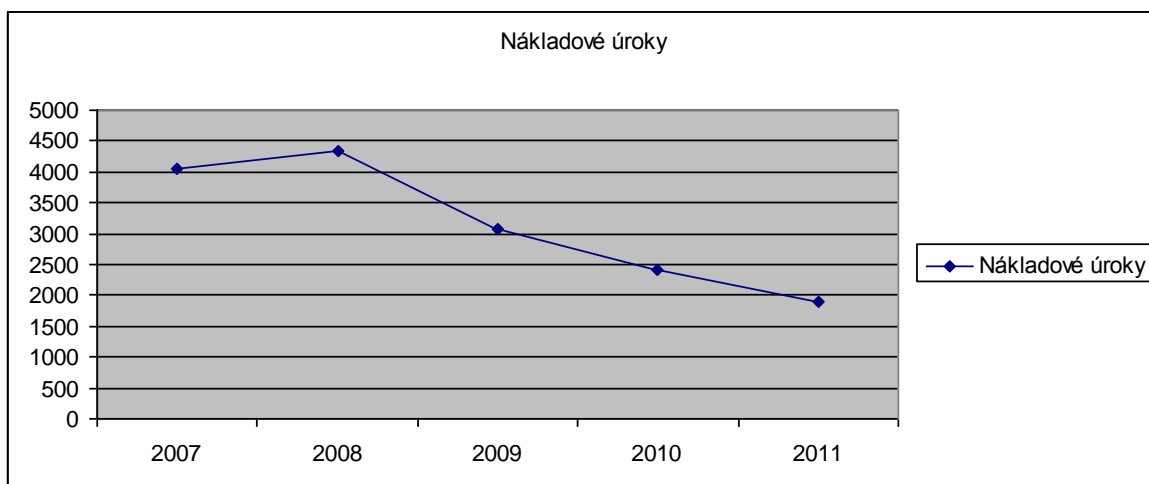
vy lze také vidět u výsledku hospodaření. Na to měly vliv výsledky rostlinné výroby, která dosáhla díky změnám klimatu nízké výnosy, které nebyly kompenzovány nárůstem cen. Další vliv na výsledek hospodaření měl problém v chovu prasat.

7.1.2 Analýza výsledovky

Kompletní vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztrát je uvedena v příloze IV. Uvedu zde pouze některé významnější položky.



Obrázek 12: Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (vlastní zpracování)



Obrázek 13: Vývoj nákladových úroků (vlastní zpracování)

V letech 2008 – 2010 lze sledovat výrazný pokles zisku a tržeb. To je spojené opět s výsledky rostlinné výroby, která dosáhla díky změnám klimatu nízké výnosy. Nákladové úroky klesají téměř v celém sledovaném období z důvodu klesajících hodnot bankovních úvěrů. Nárůst bankovních úvěrů v roce 2011 se na nákladových úrocích projeví až

v dalších letech. Významnou položkou v provozním výsledku hospodaření jsou ostatní provozní výnosy, kam patří zejména dotace. Většina významných položek výkazu zisku a ztrát klesala v letech 2009 a 2010 a výraznější růst zaznamenala až v roce 2011.

7.1.3 Analýza cash flow

tabulka 11: Analýza peněžních toků (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	30 243	13 653	23 932	21 229	32 094
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-19 027	-9 281	20 761	-7 314	-55 387
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-13 661	-6 085	-742	-16 510	33 794
Peněžní tok celkem	-2 445	-1 713	2 429	-2 595	10 501

Podnik vykazuje stabilně kladné provozní cash flow. Výraznější pokles byl pouze v roce 2008 a to v důsledku snížení zisku, investice do nepeněžních složek pracovního kapitálu a úhradou některých krátkodobých závazků. Investiční cash flow je až na rok 2009 stále záporné, neboť podnik neustále investuje do dlouhodobého majetku. Nejvýraznější je to v roce 2011, kdy začala výstavba bioplynové stanice. S tím je spojen také peněžní tok z finanční činnosti, který nejvíce kolísá v letech 2010 a 2011. Důvodem toho je nejprve splacení některých závazků v roce 2010 a přijmutí dalších bankovních úvěrů v roce 2011. Celkové cash flow je ve většině let záporné. Rok 2011 však byl z pohledu podniku výrazně úspěšný.

7.2 Analýza poměrových ukazatelů

Tyto ukazatele umožňují analyzovat vzájemné vazby mezi jednotlivými položkami. Tato metoda analýzy je hodně oblíbená a používaná. Poměrových ukazatelů je velké množství. V této části finanční analýzy se podívám na ty z mého pohledu nejdůležitější. Jde o tyto skupiny ukazatelů:

- ukazatele likvidity
- ukazatele dlouhodobé finanční stability a zadluženosti
- ukazatele rentability
- ukazatele aktivity
- souhrnné ukazatele

Pro výpočet konkrétních hodnot poměrových ukazatelů jsem použil vzorce, které jsou uvedeny v příloze VIII.

7.2.1 Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své závazky. Likvidita je nezbytnou podmínkou pro dlouhodobou existenci podniku. Je v přímém protikladu s rentabilitou.

tabulka 12: Ukazatele likvidity (vlastní zpracování)

Ukazatele likvidity	2007	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita	2,96	3,75	3,31	2,98	2,43
Pohotová likvidita	1,51	1,51	1,50	1,27	1,40
Okamžitá likvidita	1,08	1,06	0,98	0,82	0,84

Hodnoty ukazatele běžné likvidity se nacházejí lehce nad doporučenými hodnotami (1,5 – 2,5). Pohotová likvidita dosahuje správné rozmezí hodnot (1 – 1,5). Okamžitá likvidita nabývá hodnot o něco vyšších než jsou doporučené hodnoty (0,2 -0,5). Tyto vyšší hodnoty tohoto ukazatele značí o neefektivním využití finančních prostředků. Všechny ukazatele, až na rok 2008 u běžné likvidity, se mezi roky 2007 a 2011 snižovali. Myslím, že podnik je na tom z hlediska likvidity dobře. Hodnoty jsou spíše na horní hranici doporučených hodnot, ale nepřesahují ji příliš, což by bylo špatně.

7.2.2 Ukazatele dlouhodobé finanční stability a zadluženosti

Z těchto ukazatelů jde vypozařovat výše rizika, jakou podstupuje firma při dané struktuře vlastních a cizích zdrojů. Určitá výše zadlužení je pro podnik příznivá. Důležité je najít optimální finanční strukturu.

tabulka 13: Ukazatele finanční stability a zadluženosti (vlastní zpracování)

Dlouhodobá finanční stabilita	2007	2008	2009	2010	2011
Celková zadluženost	46,06%	44,61%	46,38%	39,92%	51,16%
Míra zadluženosti	0,85	0,81	0,87	0,66	1,05
Úrokové krytí	4,14	1,71	0,31	0,68	5,47
Doba splácení dluhů	3,61	7,44	4,43	3,96	4,22
Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem	0,85	0,90	0,85	0,94	0,76
Krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji	1,21	1,27	1,22	1,23	1,18

Celková zadluženost podniku dosahuje velmi dobrých hodnot kolem 50%. Toto zadlužení je určitě pozitivní a přispívá k rentabilitě vlastního kapitálu. Ukazatel míry zadluženosti slouží především pro banky v případě žádosti o úvěr. Hodnota ukazatele přes 1 v roce 2011 značí určité riziko. Tento ukazatel by se měl v dalších letech snižovat, jelikož v roce 2011 si družstvo půjčovalo prostředky na výstavbu bioplynové stanice, která by měla v budoucnu zvýši tržby družstva. Ukazatel úrokového krytí by měl dosahoval hodnot vyšších než 5. Tato doporučená hodnota byla dosaženo pouze v roce 2011. Nízké hodnoty v letech 2008 – 2010 jsou způsobeny špatným výsledkem hospodaření. Doba splácení dluhů u zemědělského družstva hodně kolísá, optimální by byl klesající trend. Poslední dva sledované ukazatele vyznívají pro podnik také příznivě.

7.2.3 Ukazatele rentability

Rentabilita ukazuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje.

tabulka 14: Ukazatele rentability (vlastní zpracování)

Ukazatele rentability	2007	2008	2009	2010	2011
Rentabilita tržeb	7,54%	1,80%	-1,58%	0,66%	4,98%
Rentabilita celkového kapitálu	5,30%	1,33%	-0,92%	-0,37%	3,20%
Rentabilita vlastního kapitálu	8,39%	2,06%	-1,41%	0,54%	4,77%

Rentabilita tržeb by měla vykazovat stoupající tendenci. U zemědělského družstva je nízká rentabilita tržeb v letech 2008 – 2010 ovlivněna špatným výsledkem hospodaření. Tento jev se odráží ve všech ukazatelích rentability. Rentabilita vlastního kapitálu nedosahuje v období od 2008 do 2010 ani hodnoty úročení dlouhodobých státních dluhopisů. Dlouhodobým cílem družstva je dosáhnout hodnoty 18% u rentability vlastního kapitálu. Hodnoty v posledním roce rostly a družstvo předpokládá, že v dalších letech bude tento růst pokračovat.

7.2.4 Ukazatele aktivity

Pomocí těchto ukazatelů můžeme zjistit jak podnik využívá vložené prostředky. Pro analýzu jsem vybral 4 ukazatele.

tabulka 15: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování)

Ukazatele aktivity	2007	2008	2009	2010	2011
Obrat aktiv	0,53	0,55	0,49	0,48	0,44
Doba obratu zásob	x	134	157	154	120
Doba obratu pohledávek	x	80	79	79	77
Doba obratu závazků	57	41	51	52	77

Čím vyšší je hodnota obratu aktiv, tím lépe. Družstvo dosahuje nízké hodnoty (menší než 1), což značí neefektivní využití majetku. Pozitivní je, že v posledním roce klesla doba obratu zásob. V roce 2011 je pro podnik velmi dobré, že hodnoty doby obratu pohledávek a závazků dosahují stejné hodnoty. V předešlých letech, kdy byla doba obratu závazků nižší, platil podnik za závazky dříve než inkasoval peníze za pohledávky. Tento nesoulad ovlivňuje likviditu podniku. Aktivita a likvidita tak spolu úzce souvisí.

7.2.5 Souhrnné ukazatele

Ze souhrnných ukazatelů budu počítat ukazatel Z – skóre a ukazatel IN 95.

Z – skóre

Tento model patří mezi nejznámější a nejpoužívanější modely a hodnotí finanční situaci podniku. Tato analýza vyhodnocuje souhrnně zdraví podniku pomocí jediného čísla.

tabulka 16: Hodnota ukazatele Z – skóre (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Z - skóre	1,81	1,75	1,49	1,66	1,41

Hodnota Z pro náš podnik je ve všech letech menší (příp. rovno) 1,81, což značí podnik se silnými finančními problémy.

Index IN

Index IN, který vytvořili Inka Neumaierová a Ivan Neumaier také souhrnně posuzuje finanční zdraví podniku. Jedna z variant tohoto indexu je Index IN 95, který bývá označován jako index důvěryhodnosti.

tabulka 17: Hodnota ukazatele IN 95 (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
IN 95	3,05	2,02	1,30	1,44	2,46

V letech 2007, 2008 a 2011 dosahuje podnik hodnot přes 2, což znamená dobré finanční zdraví. V letech 2009 a 2010 dosáhl podnik středních hodnot, což může značit, že by podnik mohl mít určité problémy.

7.2.6 Závěr finanční analýzy

Podnik dosahuje dobrých výsledků v oblasti likvidity, dokonce i v některých letech překračuje doporučené hodnoty, takže schopnost splácet své závazky mít nebude. Družstvo využívá hodně cizích zdrojů, zadluženost však není taková, která by měla pro družstvo znamenat problémy, naopak tato výše zadlužení je pro družstvo pozitivní. V oblasti rentability družstvo dosahuje nízkých hodnot, se kterými není družstvo spokojeno. Z obrátu aktiv jde vyčíst, že družstvo by mohlo využívat majetek efektivněji. Velký rozpor vznikl mezi souhrnnými ukazateli. Ukazatel Z – skóre zařadil zemědělské družstvo jako podnik se silnými finančními problémy. Naopak podle Indexu IN 95 dosahuje má družstvo dobré finanční zdraví. Podle dosažených výsledků si myslím, že není ohroženo nekonečné trvání podniku.

8 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ

Podnik má provozně nepotřebná aktiva v oblasti krátkodobého finančního majetku, dlouhodobého finančního majetku, dále v oblasti pohledávek, zásob a pozemků. Mezi provozně nepotřebná aktiva je třeba zařadit také výrobu plastů a s tím spojená aktiva.

- **Krátkodobý finanční majetek (pokladna, účty v bankách, krátkodobé cenné papíry a podíly)**

Za provozně nutný krátkodobý finanční majetek považují 20% z hodnoty krátkodobých cizích zdrojů.

tabulka 18: Vymezení provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku
(vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Bankovní úvěry kr.	9000	9000	9000	9000	12000
Krátkodobý finanční majetek	12 342	10 629	13 058	10 463	20 964
Kr. závazky	20121	14703	16137	14480	25238
Kr. cizí kapitál celkem	29121	23703	25137	23480	37238
Podíl kr. fin. majetku a kr. cizího kapitálu	42,38%	44,84%	51,95%	44,56%	56,30%
Provozně nutný kr. fin majetek (20%)	5824,2	4740,6	5027,4	4696	7447,6
Provozně nenutný kr. fin. majetek	6 518	5 888	8 031	5 767	13 516

- **Dlouhodobý finanční majetek**
 - a) Podíly v ovládaných a řízených osobách
 - b) Ostatní dlouhodobý finanční majetek, jedná se o soubory movitých a nemovitých věci určených k pronajímání

tabulka 19: Vymezení provozně nepotřebného dlouhodobého finančního majetku
(vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Podíly v ovládaných a řízených osobách	200	200	200	200	200
Ostatní dl. fin. majetek určený k pronájmu	3500	3500	3500	4000	5000
Provozně nepotřebný dl. fin. majetek	3700	3700	3700	4200	5200

- **Ostatní provozně nepotřebná aktiva:**
 - a) Provozně nepotřebný DM
 - b) Nevyužité pozemky

- c) Nedobytné pohledávky
- d) Pohledávky spojené s provozně nepotřebnými aktivy
- e) Provozně nepotřebné zásoby

tabulka 20: Vymezení ostatních provozně nepotřebných aktiv (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Nepotřebný DM	1166	813	1275	1124	2907
Nedobytné pohledávky	200	200	200	200	200
Nepotřebné zásoby	998	985	815	1034	1015
Pohledávky spojené s provozně nepotřebnými aktivy	219	264	198	413	745
Provozně nepotřebné pozemky	62	100	130	135	150
Ostatní provozně nepotřebná aktiva celkem	2645	2362	2618	2906	5017

8.1.1 Provozně nutný investovaný kapitál

Po tom co jsem rozčlenit aktiva na provozně potřebná a nepotřebná, dále vymezím provozně nutný investovaný kapitál. Výslednou hodnotu investovaného kapitálu získáme, když od bilanční sumy odečteme aktiva, které nepovažujeme za provozně potřebné a dále od hodnoty oběžných aktiv odečteme závazky, u kterých nelze určit jejich náklady. Za součást pracovního kapitálu se považují také ostatní aktiva a pasiva.

tabulka 21: Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobý nehmotný majetek	323	119	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	146 093	142 701	144 843	133 896	170 979
Dlouhodobý majetek provozně nenutný	4666	4313	4775	5124	7907
Dlouhodobý majetek provozně nutný	141 750	138 507	140 068	128 772	163 072
Zásoby	42 137	53 186	45 436	40 130	38 454
Pohledávky	31 592	25 066	24 723	19 326	31 163
Provozně nepotřebné zásoby, pohledávky a pozemky	1479	1549	1343	1782	2110
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	706	1 627	2 110	6 359	4 257
Krátkodobé závazky	20121	14703	16137	14480	25238
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)	81	243	236	86	225
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	12 342	10 629	13 058	10 463	20 964
Provozně nenutný kr. fin. majetek	6518	5888	8031	5767	13516
Pracovní kapitál provozně nutný	58 578	68 125	59 580	54 163	53 749
Investovaný kapitál provozně nutný	200 328	206 632	199 648	182 935	216 821

8.1.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný výsledek hospodaření je výsledkem hospodaření s použitím provozně nutného investovaného kapitálu. Tento výsledek hospodaření získáme tak, že od provozního VH odečteme náklady a výnosy, které nesouvisejí s hlavní podnikatelskou činností podniku.

tabulka 22: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011
Provozní VH	15 260	6 252	48	1 009	10 729
Vyloučení prodeje majetku z VH	315	622	680	680	1611
Výnosy z provozně nepotřebného majetku	6385	5910	4502	4785	4948
Náklady z provozně nepotřebného majetku	5785	5310	3902	4185	4348
Odpisy - pronájem	600	600	600	600	600
Odpisy budov a zařízení které neslouží k hlavnímu podnikání	415	350	230	243	226
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	15 990	7 224	958	1 932	12 566

9 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Sestavení finančního plánu je při použití výnosových metod nezbytné. Ve své práci vytvořím plán pro roky 2012, 2013 a 2014. Při konstrukci plánu jsem vycházel z podnikových plánů a odhadů doplněných o vlastní odhad. Kompletní finanční plán výsledovky, rozvahy a peněžních toků uvedu v příloze.

Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb

V roce 2012 počítá družstvo s podobnými tržbami jako v roce 2011. V roce 2012 bude dokončena výstavba bioplynové stanice, která se ale ještě nepromítne do tržeb roku 2012. Promítne se až do tržeb roku 2013, kdy se očekává nárůst tržeb spojený s bioplynovou stanicí o 30 milionů korun. Tento nárůst však bude kompenzován poklesem ostatních tržeb z důvodu omezování ostatních činností družstva. Pro rok 2014 se počítá s ustálením tržeb a nárůstem kolem 5%.

tabulka 23: Plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	117709	116055	132000	138600

Tržby za zboží

Tržby za prodej zboží se vyvíjejí konstantně kolem hodnoty 2 miliónů korun. Družstvo neočekává žádný výrazný pokles nebo růst v této oblasti.

Ostatní provozní výnosy

Tuto položku tvoří především dotace. Družstvo dostává dotace jednak od Evropské Unie a také z rozpočtu ČR. Výše těchto dotací je dána hlavně dotační politikou EU a české vlády. Družstvo očekává, že hodnota dotací bude v následujících letech nižší než v roce 2011 a to zhruba o 3 až 4 milióny z důvodů změn v dotační politice.

tabulka 24: Plán ostatních provozních výnosů (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Ostatní provozní výnosy	21242	18458	17000	17500

Ostatní provozní náklady

Hodnota ostatních provozních nákladů se příliš nemění a tento vývoj bude pokračovat i v dalších letech.

Náklady na prodané zboží

Náklady na prodané zboží se odhadují na 90% z tržeb za zboží.

Výkonová spotřeba

Náklady na spotřebu materiálu v dalších letech mírně porostou. Náklady na energie porostou, dá se předpokládat, že na úrovni inflace. Družstvo očekává, že náklady na služby nejprve v roce 2012 klesnou asi o 15%. Příčinnou toho je pokles oprav. V roce 2013 se vrátí na hodnotu 23 miliónů a v dalších letech se dají očekávat podobné hodnoty.

tabulka 25: Plán výkonové spotřeby (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Výkonová spotřeba	86871	87148	87950	92348

Mzdové náklady

Mzdové náklady v roce 2011 jsou vyšší oproti průměru, je to z důvodu dobrého výsledku hospodaření, kdy zaměstnancům byly vypláceny prémie. V roce 2012 se počítá, že hodnota mzdových nákladů klesne asi o 13% a v dalších letech se očekává nárůst o 5% za rok. Předpokládá se, že počet zaměstnanců se měnit nebude.

tabulka 26: Plán mzdových nákladů (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Mzdové náklady	17444	15123	15500	16275

Odpisy DHM

Hodnota odpisů v roce 2012 výrazně stoupne díky výstavbě bioplynové stanice. Růst odpisů v dalších letech se odhaduje na 5%.

tabulka 27: Plán odpisů (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Odpisy	16558	20482	22900	24045

Daň z příjmu

Daň z příjmu je plánovaná ze současné hodnoty sazby daně z příjmu právnických osob. V roce 2012 je sazba 19%.

Ostatní aktiva - přechodné účty pasivní

Mezi tyto aktiva patří zejména dotace vyplacené v následujícím účetním období a také opožděné platby za faktury. Tyto hodnoty se těžko odhadují přesně. V plánu počítám s hodnotami kolem 2-3 miliónů.

Plán výsledku hospodaření

Družstvo předpokládá, že naváže na úspěšný rok 2011 a očekává další nárůst výsledku hospodaření. Přispěje k tomu také dokončení bioplynové stanice, díky které se zvýší tržby.

tabulka 28: Plán výsledku hospodaření (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Plán výsledku hospodaření	6187	8000	10000	10200

Dlouhodobý majetek

V roce 2012 zvýší hodnota budov a strojů z důvodu výstavby bioplynové stanice. V roce 2013 se hodnota dlouhodobého majetku sníží z důvodu vysokých odpisů. V roce 2014 je naplánovaná rekonstrukce posklizňové linky. Družstvo také pravidelně investuje do obnovy strojního parku.

tabulka 29: Plán dlouhodobého hmotného majetku (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Dlouhodobý hmotný majetek	170979	223845	205020	215271

Oběžná aktiva a krátkodobé závazky

V roce 2011 je hodnota oběžných aktiv vyšší než v ostatních letech. Je tomu tak z důvodu vysoké finanční hotovosti na bankovním účtu. S touto vysokou hodnotou finančního majetku je spojena také vyšší hodnota krátkodobých závazků, které budou splaceny až v roce 2012. V roce 2012 a také dalších letech se tak hodnota oběžných aktiv ustálí na hodnotě 70 miliónů. Mírný nárůst je očekáván v roce 2014.

tabulka 30: Plán oběžných aktiv (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Oběžná aktiva	90581	70150	71200	74680

Vlastní kapitál

Základní kapitál v jednotlivých letech postupně klesá. ZK je tvořen souhrnem členských vkladů. Jeho hodnota se snižuje s odchody nebo úmrtím členů. Ostatní položky se plánují

v podobné výši. Hodnota nerozděleného zisku minulého období se odvíjí od výsledku hospodaření v minulém roce.

Cizí zdroje

Hodnota cizí zdrojů poroste. Tento nárůst je ovlivněn hlavně růstem úvěrů. Růst úvěrů je kompenzován růstem pořízeného majetku a je spojen také s výstavbou bioplynové stanice.

tabulka 31: Plán cizích zdrojů (vlastní zpracování)

v tis. Kč	2011	2012	2013	2014
Cizí zdroje	136099	162289	140920	147516

Ostatní aktiva - přechodné účty pasivní

Hodnota této položky je velice malá, proto ji družstvo neplánuje.

10 OCENĚNÍ POMOCÍ VÝNOSOVÝCH METOD

Cílem ocenění je zjistit tržní hodnotu podniku Zemědělské družstvo Haňovice k 1.1. 2012 pomocí výnosových metod ocenění.

10.1 Diskontní míra

Diskontní míra pro vybrané metody bude použita na úrovni vážených průměrných nákladů na kapitál případně na úrovni nákladů vlastního kapitálu. Bude záležet na jednotlivé metodě. Nejdříve je tak potřeba stanovit náklady na vlastní a cizí kapitál.

10.1.1 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál určím jako vážený průměr vybraných metod pro stanovení nákladů na vlastní kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů.

10.1.1.1 Metoda CAPM

Pokud chceme tento model použít, musíme být schopni určit:

- bezrizikovou úrokovou míru
- rizikovou prémii
- výši β koeficientu

Bezriziková úroková míra

Bezrizikovou úrokovou míru vypočítám jako průměr střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Údaje potřebné k výpočtu jsem zjistil na stránkách ministerstva financí ČR.

tabulka 32: Odhad bezrizikové úrokové míry (mfcz, 2012)

Název emise	Datum emise	Doba splatnosti v letech	Úrok
DČR 3,85	5.3.2012	11	3,85
DČR 4,6	12.3.2012	15	4,6
DČR 4,2	12.3.2012	30	4,2
DČR 3,4	26.3.2012	5	3,4
Průměr			4,01

Výslednou hodnotu bezrizikové úrokové míry pro další výpočty zaokrouhlím na 4%.

Riziková prémie

Riziková prémie se určí jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu a bezrizikovou mírou výnosu. Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál použijí hodnoty rizikové prémie na internetových stránkách A. Damodarana, která vychází z ratingu České republiky.

Česká republika má ratingové označení A1. Celková prémie země dosahuje hodnoty 6,28 %, riziková prémie země je 1,28 %. Celková riziková prémie země tak po součtu dvou předchozích hodnot vychází na 7,56 %. (Damodaran, 2012)

Prémie za specifické riziko

Prémii za specifické riziko odhadnu podle vybraných interních firemních faktorů. Mezi tyto faktory patří kvalita výrobků a služeb, postavení na trhu, kvalita technologií, kvalita managementu, kvalita výkonného personálu, intenzita konkurence, výsledky finanční analýzy a další. Prémie za specifické riziko v ČR se podle prof. Maříka pohybuje mezi 3 % – 5 %. Po zhodnocení daných faktorů jsem stanovit prémii za specifické riziko na 3%.

Koeficient β

Koeficient β udává citlivost investice vůči trhu. Tento koeficient říká, k jaké procentní změně ceny akcie v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1 %. Hodnotu β zjistím z nezadluženého β koeficientu pro odvětví zemědělství za rozvíjející se trhy. Tuto hodnotu β koeficientu následně upravím podle obchodního a finančního rizika, které je s podnikem spojeno. Hodnota koeficientu β pro zemědělství při nulovém zadlužení je 0,65. (Damodaran, 2012)

Tuto hodnotu nejprve přepočítáme na náš podnik využívající zadlužení. Využijeme k tomu tento vzorec:

$$\beta_Z = \beta_N (1 + (1-d) * CK/VK)$$

kde: β_Z = β vlastního kapitálu u zadlužené firmy

β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

d = sazba daně z příjmu

CK = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

Výsledná β bude také upravena o obchodní a finanční riziko podle následujícího vztahu:

$$\beta = 1 + OR + FR$$

kde: OR = přírážka za systematické obchodní riziko

FR = přírážka za systematické finanční riziko

Obchodní riziko

Systematické obchodní riziko se určí na základě třídy systematického obchodního rizika.

Přírážka za obchodní riziko pro průměrný podnik je 0.

tabulka 33: Třídy systematického obchodního rizika (Mařík, 2007, s. 231)

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava β (OR)
1	-0,5
2	-0,25
3	0
4	0,25
5	0,5

Zemědělské družstvo Haňovice zařazují do 3. třídy a přírážka za obchodní riziko je tedy nulová.

Finanční riziko

Je to riziko, které vzniká v důsledku zadlužení společnosti. Finanční riziko ohodnotím podobně jako obchodní riziko.

tabulka 34: Vymezení finančního rizika na základě zadlužení společnosti (Mařík, 2007, s. 232)

Zadlužení společnosti (CK/VK)	Riziková úprava β (FR)
0%	-0,2
20%	-0,1
40%	0
60%	0,1
80%	0,2
100%	0,3
120%	0,4
140%	0,5

Zadlužení společnosti se pohybuje kolem 90%. Koeficient β tak bude navýšen o 0,25.

Výsledné náklady na vlastní kapitál vypočtu pomocí vzorce:

$$r_e = r_f + \beta * RP + PSR$$

kde: r_e = náklady vlastního kapitálu

r_f = bezriziková úroková míra

RP = riziková prémie

PSR = prémie za specifické riziko

Výsledky CAPM při různé hodnotě beta koeficientu.

tabulka 35: Výpočet nákladů VK podle metody CAPM se znalostí beta koeficientu při nulovém zadlužení (vlastní zpracování)

CAPM se znalostí beta koeficientu při nulovém zadlužení	
Beta koeficient při nulovém zadlužení	0,65
Náklady VK	11,91%

tabulka 36: Výpočet nákladů VK podle metody CAPM se znalostí beta koeficientu při existujícím zadlužení (vlastní zpracování)

CAPM se znalostí beta koeficientu při existujícím zadlužení	
Beta koeficient při existujícím zadlužení	1,12
Náklady VK	15,47%

tabulka 37: Výpočet nákladů VK podle metody CAPM se stanovením beta koeficientu pomocí obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování)

CAPM se stanovením beta koeficientu pomocí obchodního a finančního rizika	
Bezriziková úroková míra	4%
Nezadlužená β	0,65
Zadlužená β	1,12
Riziková prémie	7,56%
Prémie za specifické riziko	3%
Korekce na základě obchodního rizika	0
Korekce na základě finančního rizika	0,25
Náklady VK	17,36%

10.1.1.2 *Stavebnicová metoda*

Tato metoda vychází z bezrizikové výnosové míry, ke které se přičtou určité přírážky za riziko. Postup této metody spočívá v těchto krocích:

- určení konkrétních faktorů rizika pro oceňovaný podnik
- ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé obory

- transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku

tabulka 38: Stanovení nákladů VK stavebnicovou metodou (vlastní zpracování)

Bezriziková výnosová míra			4,00%
I. Rizika oboru	0,84%		
II. Rizika trhu	0,62%		
III. Rizika z konkurence	1,80%		
IV. Management	0,53%		
V. Výrobní proces	0,75%		
VI. Specifické faktory	1,35%		
Obchodní riziko		5,90%	
Finanční riziko		2,16%	
Riziková prémie celkem			8,05%
Prémie za nižší likviditu			2,00%
Náklady vlastního kapitálu			14,05%

10.1.1.3 Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Náklady na vlastní kapitál lze odvodit také z nákladů na cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Podle Maříka k nákladům na cizí kapitál stačí připočítat několik procentních bodů (2 až 4) a tím získáme určitý odhad nákladů na vlastní kapitál. U tohoto podniku přičtu k hodnotě cizího kapitálu 3,5 procentních bodů. Výsledná hodnota vlastního kapitálu tak je podle této metody 9 %.

10.1.1.4 Vážený průměr nákladů na vlastní kapitál

Výslednou hodnotou nákladů na vlastní kapitál jsem vypočetl váženým průměrem jednotlivých modelů.

tabulka 39: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu

Model	Váhy	Náklady vlastního kapitálu v %
Znalost beta koeficientu při nulovém zadlužení	1	11,91
Znalost beta koeficientu při existujícím zadlužení	1	15,47
Na základě odhadu obchodního a finančního rizika	2	17,36
Komplexní stavebnicová metoda	3	14,05
Odvození z nákladů cizího kapitálu	1	9
Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu v %		14,16

Náklady na vlastní kapitál dosahují 14,16 %.

10.1.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál vypočtu jako průměr úrokových sazeb, které se platí z cizího kapitálu. Jsou zde zahrnuty náklady na krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry. Průměrná úroková sazba proto dlouhodobé investiční úvěry je 5 %. Průměrná úroková sazba ostatních úvěrů se pohybuje na úrovni 6 %. Náklady na cizí kapitál jsem tak pomocí průměru vypočítal ve výši 5,5 %. (vlastní zpracování podle interních materiálů ZD Haňovice)

10.1.3 Vážené průměrné náklady na kapitál (WACC)

Obecný vzorec pro výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu je:

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

- kde: n_{CK} = náklady na cizí kapitál
 d = sazba daně z příjmu
 CK = úročený cizí kapitál
 n_{VK} = náklady na vlastní kapitál
 VK = vlastní kapitál
 K = celkový kapitál ($CK + VK$)

tabulka 40: Vážené průměrné náklady kapitálu v % (vlastní zpracování)

Položka	v %
Podíl vlastního kapitálu	61
Náklady na vlastní kapitál	14,16
Podíl cizího kapitálu	39
Náklady na cizí kapitál	5,5
Sazba daně z příjmů	19
Vážené průměrné náklady kapitálu v %	10,38

WACC jsem stanovil na úrovni 10,38 %.

10.2 Ocenění metodou DCF entity

Podstatou této metody je, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Výpočet metody DCF entity probíhá ve dvou krocích. Vychází z peněžních toků jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Pokud tuto hodnotu diskontuji, získám hodnotu podniku jako celku (hodnotu brutto). V druhé kroku pak od této brutto hodnoty

odečtu hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získám hodnotu vlastního kapitálu (hodnotu netto). Existuje také metoda DCF equity, která vychází pouze z peněžních toků pro vlastníky podniku. Za základní způsob se považuje DCF entity, proto použijí tuto metodu. (Mařík, 2007, s. 164-165)

Pro samotný výpočet je potřeba odvodit několik základních hodnot jako je provozně nepotřebný finanční majetek, provozně nutný investovaný kapitál a korigovaný provozní VH po upravené dani.

tabulka 41: Výpočet provozně nepotřebného finančního majetku, provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního VH (vlastní zpracování)

	2011	2012	2013	2014	2015
Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků:					
Provozně potřebná likvidita	0,2	0,2	0,2	0,2	
Krátkodobé závazky	25238	13650	11700	12283	
Finanční majetek celkem	20964	8100	10100	10600	
Provozně potřebný finanční majetek	5 048	2 730	2 340	2 457	
Provozně nepotřebný finanční majetek	15 916	5 370	7 760	8 143	
Provozně nutný investovaný kapitál:					
Dlouhodobý majetek	162522	220 395	204 970	208 063	209 450
Upravený pracovní kapitál	49867	53 000	54 545	57 194	59 500
Investovaný kapitál celkem	212 389	273 395	259 515	265 257	268 950
Korigovaný provozní VH					
Korigovaný provozní VH	12566	11 419	18 744	19 095	
Korigovaný prov. VH po upravené dani	10 178	9 249	15 183	15 467	16 000

Volné cash flow pro první fázi

V následující tabulce vypočtu hodnotu volného cash flow a diskontuji ho k 1.1. 2012.

tabulka 42: Výpočet FCFF (vlastní zpracování)

	2012	2013	2014
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	11 419	18 744	19 095
Upravená daň	2 170	3 561	3 628
Korigovaný provozní VH po dani	9 249	15 183	15 467
Odpisy	20 482	22 900	24 045
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-5 057	-25 993	-25 432
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-1 545	-2 649	-2 306
FCFF	23 129	9 441	11 774
Odúročitel pro diskontní míru: 10,38%	0,9060	0,8208	0,7436
Diskontované FCFF k 1. 1. 2012	20 954	7 749	8 755

Pokračující hodnota

Pro výpočet pokračující hodnotu budu počítat s tempem růstu na úrovni 2 %. Pokračující hodnotu pak vypočtu z očekávaného FCFF pro rok 2015. Pro výpočet pokračující hodnoty využiji Gordonův vzorec.

tabulka 43: Tempo růstu druhé fáze

Tempo růstu	2,0%
-------------	------

tabulka 44: Pomocné hodnoty pro výpočet 2. fáze (vlastní zpracování)

FCFF 2015	12 307	tis. Kč
Gordonův vzorec	146 862	tis. Kč

Výnosové ocenění k 1.1. 2012

tabulka 45: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (vlastní zpracování)

Současná hodnota 1. fáze	37 457	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	109 204	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	146 661	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	83 656	tis. Kč
Provozní hodnota netto	63 005	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	23 733	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	86 738	tis. Kč
Hodnota podniku celkem	170 394	tis. Kč

Výsledná hodnota Zemědělského družstva Haňovice k 1.1. 2012, vypočtená metodou DCF entity je 170 394 tis. Kč.

10.3 Ocenění pomocí metody EVA

Tato metoda je založena na odhadu budoucích EVA.

Jako první určíme vstupní veličiny potřebné pro výpočet EVA. Diskontní míra je na úrovni WACC a její hodnota je 10,38 %. NOPAT jsem vypočítal úpravami výsledku hospodaření za běžnou činností. Hodnotu NOA pak beru jako provozně nutný investovaný kapitál celkem. Výsledné hodnoty EVA poté pomocí WACC diskontuji na současnou hodnotu.

Vstupní veličiny

tabulka 46: Výpočet EVA (vlastní zpracování)

	31. 12.	2011	2012	2013	2014	2015
NOPAT		10 325	8 876	17 642	18 002	18 500
NOA k 31. 12.		212 389	273 395	259 515	265 257	268 950
WACC x NOA _{t-1}			22 046	28 378	26 938	27 534
EVA			-13 170	-10 737	-8 935	-9 034
Odúročitel pro diskontní míru:		10,38%	0,9060	0,8208	0,7436	
Diskontovaná EVA			-11 932	-8 812	-6 644	

Pokračující hodnota

Pro druhou fázi počítám s tempem růstu 2 %.

Pokračující hodnotu vypočtu z EVA pro první rok druhé fáze, kterou dosadím do vzorce pro pokračující hodnotu.

tabulka 47: Pokračující hodnota (vlastní zpracování)

Pokračující hodnota	-107 800 tis. Kč
---------------------	------------------

Výnosové ocenění k 1.1. 2012

tabulka 48: Výpočet hodnoty podniku metodou EVA (vlastní zpracování)

Současná hodnota 1. fáze	-27 388	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	-80 158	tis. Kč
MVA	-107 546	tis. Kč
NOA k datu ocenění	212 389	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	104 843	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	83 656	tis. Kč
Provozní hodnota netto	21 187	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	23 733	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	44 920	tis. Kč
Hodnota podniku celkem	128 576	tis. Kč

Výsledná hodnota Zemědělského družstva Haňovice k 1.1. 2012 pomocí metody EVA je 128 576 tis. Kč.

10.4 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů – paušální metoda

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je založena především na minulé výkonnosti podniku. Základem je, že hodnotu podniku lze odvodit od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Výpočet vychází z výsledku hospodaření před zdaněním, který se postupně upravuje.

Paušální metoda

tabulka 49: Pomocné veličiny pro výpočet čistého odnímatelného výnosu (vlastní zpracování)

	2007	2008	2009	2010	2011	Součet
Výsledek hospodaření před zdaněním	12 641	3 101	-2 129	-778	8 502	
(+) odpisy	17 880	18 572	17 849	17 550	16 558	
(-) Finanční výnosy	-1 051	-1 478	-1 149	-767	-334	
(-) Tržby z prodeje dlouh.majetku	-7 760	-9 419	-6 177	-4 392	-4 185	
(+) Zúst.cena prodaného dlouhodobého majetku	8 075	10 041	6 857	5 072	5 796	
(+) Mimořádné osobní náklady - restrukturalizace	0	0	0	0	0	
(-) Mimořádné výnosy	-52	0			-20	
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	29 733	20 817	15 251	16 685	26 317	
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,028</i>	<i>1,063</i>	<i>1,01</i>	<i>1,015</i>	<i>1,02</i>	
<i>Cenový index bazický vztažený k roku 2011</i>	<i>0,900</i>	<i>0,956</i>	<i>0,966</i>	<i>0,980</i>	<i>1,000</i>	
UVH upravený o inflaci	33 049	21 767	15 789	17 019	26 317	
Váhy	1	2	3	4	5	15
UVH upravený o inflaci x váhy	33 049	43 535	47 368	68 075	131 585	323 612

Z VH upraveného o inflaci potom získáme pomocí váženého průměru trvale odnímatelný čistý výnos. Trvale odnímatelný čistý výnos po dani potom vydělíme diskontní mírou na úrovni nákladů na vlastní kapitál bez inflace (12,16 %) a získáme výnosovou provozní hodnotu. Tuto hodnotu ještě navýšíme o neprovozní majetek k datu ocenění.

tabulka 50: Trvale odnímatelný čistý výnos po dani (vlastní zpracování)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	21 574
Odpisy z reprodukčních cen ze zadání	20 000
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	1 574
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	5 016
Daň (19 %)	953
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	621

tabulka 51: Kalkulovaná úroková míra (vlastní zpracování)

Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	12,16%

tabulka 52: Hodnota podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování)

Výnosová hodnota provozní	6 113
Neprovozní majetek k datu ocenění	23 733
Hodnota vlastního kapitálu podle KČV	29 846
Cizí úročený kapitál	83 656
Hodnota podniku celkem	113 502

Výsledná hodnota Zemědělského družstva Haňovice k 1.1. 2012 pomocí metody čistých kapitalizovaných výnosů je 113 502 tis. Kč.

10.5 Souhrnné ocenění samostatného podniku

Souhrnný výsledek tržní hodnoty ocenění získám jako vážený průměr jednotlivých tržních hodnot získaných pomocí jednotlivých metod. Nižší váhu přiřazuji metodě čistých kapitalizovaných zisků, jelikož tato hodnota odráží pouze současný výnosový potenciál družstva a jelikož družstvo plánuje v dalším roce výstavbu bioplynové stanice, která významně ovlivní VH, tak nižší váha je na místě.

tabulka 53: Souhrnné ocenění ZD Haňovice (vlastní zpracování)

Metoda	Hodnota v tis. Kč	Váha	Váha x Hodnota
DCF entity	170 394	3	511182
EVA	128 576	3	385728
Čisté kapitalizované zisky	113 502	1	113502
Vážený průměr výnosového ocenění v tis. Kč			144345

V tabulce lze vidět výsledky jednotlivých metod a k nim přiřazené váhy.

Výsledná tržní hodnota Zemědělského družstva Haňovice stanovená k 1.1. 2012 je **144 345 tis. Kč**.

ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce s názvem „Projekt stanovení hodnoty podniku Zemědělské družstvo Haňovice využitím výnosových metod ocenění“ bylo stanovení tržní hodnoty podniku Zemědělské družstvo Haňovice.

V teoretické části jsem popsal základní východiska pro ocenění podnik, postup, jak ocenit určitý podnik a také jsem popsal jednotlivé metody oceňování podniku.

V praktické části jsem krátce charakterizoval oceňovaný podnik. V další části jsem provedl strategickou a finanční analýzu. Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku. Jako první byla provedena analýza atraktivity trh. Velikost trhu je poměrně stálá. Z hlediska atraktivity trh dosáhl hodnocení 47,2 % což značí průměrný trh. Dále byla provedena analýza vnitřního potenciálu a konkurenční síly oceňovaného podniku. Podnik dosáhl hodnocení 64 %, což je nadprůměrné hodnocení. Konkurenční síla je mírně nad průměrem konkurentů a tak byl podnik označen jako podnik s přijatelnou až dobrou perspektivou. Výsledky strategické analýzy tak potvrzují předpoklad neomezeného trvání podniku, což je základ pro použití výnosových metod ocenění.

Finanční analýza posuzuje finanční zdraví podniku. Podnik dosahuje dobrých výsledků v oblasti likvidity. Naopak hodnoty rentability jsou nízké. Důvodem toho je nízký výsledek hospodaření v letech 2009 a 2010. Souhrnné ukazatele se v hodnocení oceňovaného podniku dost lišily. Ukazatel Z – skóre podnik označil za podnik se silnými finančními problémy. Naopak podle Indexu 95 dosahuje podnik dobrého finančního zdraví. Podle dosažených výsledků si myslím, že není ohroženo neomezené trvání podniku.

V další části jsem vytvořil strategický finanční plán oceňovaného podniku na 3 roky, který je základem výnosových metod oceňování. Při konstrukci plánu jsem vycházel z podnikových plánů a odhadů doplněných o vlastní odhad.

Ještě před použitím výnosových metod ocenění bylo potřeba stanovit náklady na kapitál. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny váženým průměrem několik metod pro stanovení nákladů na vlastní kapitál. Náklady na cizí kapitál byly odhadnuty z úrokových sazeb krátkodobých a dlouhodobých bankovních úvěrů. Poté co jsem zjistil náklady na vlastní a cizí kapitál, jsem stanovil vážené průměrné náklady kapitálu.

Hodnota oceňovaného podniku byla stanovena pomocí metody DCF, metody EVA a metody čistých kapitalizovaných výnosů. Výsledná hodnota podniku potom byla stanovena jako vážený průměr jednotlivých metod.

Tržní hodnota podniku Zemědělské družstvo Haňovice byla stanovena výnosovými metodami k 1.1. 2012 na **144 345 tis. Kč**.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana, 2010. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] FOTR, Jiří, 1999. *Strategické finanční plánování*. Vyd. 1. Praha: Grada, 149 s. ISBN 80-7169-694-3.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva, 2004. *Manažerské finance*. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 714 s. ISBN 8071798029
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva, 2001. *Oceňování podniku*. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] MAŘÍK, Miloš, 2007. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [6] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan Neumaier, 2002. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 215 s. ISBN 80-247-0125-1
- [7] PALEPU, Krishna, 2004. *Business analysis & valuation: using financial statments: text & cases*. 3. vyd. Cincinnati, Ohio: South Western, 327 s., ISBN 0-324-11895-3
- [8] PAVELKOVÁ, Drahomíra, 2001. *Řízení podnikových financí*. 3. uprav. vyd. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 213 s., 10 s. příl. ISBN 8073180200.
- [9] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ, 2005. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 302 s. ISBN 8086131637.
- [10] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel Buchta, 2006. *Strategická analýza*. 2.. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 121 s. ISBN 8071793671.

Články v časopise:

- [11] BRABENEC, Tomáš. Je beta spolehlivým měřítkem rizika v období hospodářských poklesů? *Oceňování*. 2009, roč. 2, č. 3.
- [12] AL-RASHED, Wael. Business valuation process rewiev. *The Business Review*, Cambridge. 2012, roč. 20, č. 1.

Elektronické zdroje

- [13] Ministerstvo financí ČR. [online]. [cit. 2012-08-12]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz>
- [14] DAMODARAN, Aswath. [online]. [cit. 2012-08-12]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [15] Obchodní zákoník. [online]. [cit. 2012-08-12]. Dostupné z: <http://obchodni-zakonik.eu/>
- [16] Český statistický úřad. [online]. [cit. 2012-08-12]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
- [17] ZD Haňovice. [online]. [cit. 2012-08-12]. Dostupné z: <http://www.zdhanovice.cz/>
- [18] Budoucnost profesí. [online]. [cit. 2012-08-12]. Dostupné z: <http://www.budoucnostprofesi.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/zemedelstvi.html>

Ostatní zdroje:

- [18] Interní materiály Zemědělského družstva Haňovice

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
NVK	Náklady na vlastní kapitál
HDP	Hrubý domácí produkt
EBT	Zisk před zdaněním
EBIT	Zisk před zdaněním a úroky
CZ	Cizí zdroje
OA	Oběžná aktiva
DCF	Diskontované cash flow
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
CF	Cash flow
FCFF	Free cash flow to form
FCF	Free cash flow
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál
NOA	Čisté operativní aktiva
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
CHKO	Chráněná krajinná oblast
JZD	Jednotné zemědělské družstvo
ZD	Zemědělské družstvo
ČR	Česká republika
EU	Evropská unie
VH	Výsledek hospodaření
DM	Dlouhodobý majetek
ZK	Základní kapitál

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění (Mařík, 2007, s. 29).....	15
Obrázek 2: Vztah mezi zdroji rizika výsledku hospodaření (Mařík, 2007, s. 41)	18
Obrázek 3: Výpočet volného peněžního toku (Mařík, 2007, s. 170)	36
Obrázek 4: Výpočet hodnoty vlastního kapitálu (Mařík, 2007, s. 201)	38
Obrázek 5: Schéma výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky – FCFE (Mařík, 2007, s. 205)	39
Obrázek 6: Schéma výpočtu tržní hodnoty vlastního kapitálu pro metodu EVA (Mařík, 2007, s. 295)	41
Obrázek 7: Výpočet hodnoty operačních aktiv v metodě EVA (Mařík, 2007, s. 295)	42
Obrázek 8: Matice k posouzení perspektivnost ZD Haňovice (vlastní zpracování).....	59
Obrázek 9: Vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv (vlastní zpracování)	61
Obrázek 10: Vývoj výsledku hospodaření běžného účetního období (vlastní zpracování)	62
Obrázek 11: Vývoj krátkodobých závazků a bankovních úvěrů (vlastní zpracování).....	62
Obrázek 12: Vývoj tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (vlastní zpracování).....	63
Obrázek 13: Vývoj nákladových úroků (vlastní zpracování)	63

SEZNAM TABULEK

tabulka 1: Vývoj tržeb zemědělského odvětví (ČSÚ, 2012).....	49
tabulka 2: Analýza atraktivity trhu (vlastní zpracování).....	50
tabulka 3: Prognóza vývoje relevantního trhu (vlastní zpracování podle dat ČSÚ).....	51
tabulka 4: Stanovení tržního podílu ZD Haňovice (vlastní zpracování).....	52
tabulka 5: Hodnocení kvality managementu (vlastní zpracování).....	54
tabulka 6: Hodnocení situace v personální oblasti (vlastní zpracování).....	55
tabulka 7: Hodnocení inovační síly a výzkumu a vývoje v ZD Haňovice (vlastní zpracování).....	56
tabulka 8: Hodnocení dlouhodobého majetku a investic (vlastní zpracování).....	57
tabulka 9: Profil konkurenční síly ZD Haňovice (vlastní zpracování).....	58
tabulka 10: Prognóza tržeb (vlastní zpracování).....	60
tabulka 17: Analýza peněžních toků (vlastní zpracování).....	64
tabulka 18: Ukazatele likvidity (vlastní zpracování).....	65
tabulka 19: Ukazatele finanční stability a zadluženosti (vlastní zpracování).....	65
tabulka 20: Ukazatele rentability (vlastní zpracování).....	66
tabulka 21: Ukazatele aktivity (vlastní zpracování).....	67
tabulka 22: Hodnota ukazatele Z – skóre (vlastní zpracování).....	67
tabulka 23: Hodnota ukazatele IN 95 (vlastní zpracování).....	67
tabulka 24: Vymezení provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku (vlastní zpracování).....	69
tabulka 25: Vymezení provozně nepotřebného dlouhodobého finančního majetku (vlastní zpracování).....	69
tabulka 26: Vymezení ostatních provozně nepotřebných aktiv (vlastní zpracování).....	70
tabulka 27: Provozně nutný investovaný kapitál (vlastní zpracování).....	70
tabulka 28: Korigovaný provozní výsledek hospodaření (vlastní zpracování).....	71
tabulka 29: Plán tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (vlastní zpracování).....	72
tabulka 30: Plán ostatních provozních výnosů (vlastní zpracování).....	72
tabulka 31: Plán výkonové spotřeby (vlastní zpracování).....	73
tabulka 32: Plán mzdových nákladů (vlastní zpracování).....	73
tabulka 33: Plán odpisů (vlastní zpracování).....	73
tabulka 34: Plán výsledku hospodaření (vlastní zpracování).....	74

tabulka 35: Plán dlouhodobého hmotného majetku (vlastní zpracování).....	74
tabulka 36: Plán oběžných aktiv (vlastní zpracování)	74
tabulka 37: Plán cizích zdrojů (vlastní zpracování).....	75
tabulka 38: Odhad bezrizikové úrokové míry (mfcz, 2012).....	76
tabulka 39: Třídy systematického obchodního rizika (Mařík, 2007, s. 231)	78
tabulka 40: Vymezení finančního rizika na základě zadlužení společnosti (Mařík, 2007, s. 232)	78
tabulka 41: Výpočet nákladů VK podle metody CAPM se znalostí beta koeficientu při nulovém zadlužení (vlastní zpracování)	79
tabulka 42: Výpočet nákladů VK podle metody CAPM se znalostí beta koeficientu při existujícím zadlužení (vlastní zpracování).....	79
tabulka 43: Výpočet nákladů VK podle metody CAPM se stanovením beta koeficientu pomocí obchodního a finančního rizika (vlastní zpracování)	79
tabulka 44: Stanovení nákladů VK stavebnicovou metodou (vlastní zpracování)	80
tabulka 45: Vážený průměr nákladů vlastního kapitálu.....	80
tabulka 46: Vážené průměrné náklady kapitálu v % (vlastní zpracování).....	81
tabulka 47: Výpočet provozně nepotřebného finančního majetku, provozně nutného investovaného kapitálu a korigovaného provozního VH (vlastní zpracování).....	82
tabulka 48: Výpočet FCFE (vlastní zpracování).....	82
tabulka 49: Tempo růstu druhé fáze.....	83
tabulka 50: Pomocné hodnoty pro výpočet 2. fáze (vlastní zpracování)	83
tabulka 51: Výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity (vlastní zpracování)	83
tabulka 52: Výpočet EVA (vlastní zpracování)	84
tabulka 53: Pokračující hodnota (vlastní zpracování).....	84
tabulka 54: Výpočet hodnoty podniku metodou EVA (vlastní zpracování).....	84
tabulka 55: Pomocné veličiny pro výpočet čistého odnímatelného výnosu (vlastní zpracování)	85
tabulka 56: Trvale odnímatelný čistý výnos po dani (vlastní zpracování).....	85
tabulka 57: Kalkulovaná úroková míra (vlastní zpracování).....	85
tabulka 58: Hodnota podniku metodou kapitalizovaných čistých výnosů (vlastní zpracování)	85
tabulka 59: Souhrnné ocenění ZD Haňovice (vlastní zpracování)	86

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha P I: Rozvaha

Příloha P II: Výkaz zisku a ztrát

Příloha P III: Výkaz peněžních toků

Příloha P IV: Vertikální a horizontální analýza

Příloha P V: Plán rozvahy

Příloha P VI: Plán výsledovky

Příloha P VII: Plán peněžních toků

Příloha P VIII: Vzorce pro výpočet poměrových ukazatelů finanční analýzy

PŘÍLOHA P I: ROZVAHA

ROZVAHA

	2007	2008	2009	2010	2011
AKTIVA CELKEM	239557	233519	230374	210378	266021
Pohledávky za upsané vlastní jmění	0	0	0	0	0
Stálá aktiva	152780	143011	145047	134100	171183
Nehmotný investiční majetek	323	119	0	0	0
Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
Nehmotné výsledky výzkumné činnosti	0	0	0	0	0
Software	0	0	0	0	0
Ocenitelná práva	323	119	0	0	0
Jiný nehmotný investiční majetek	0	0	0	0	0
Nedokončené nehmotné investice	0	0	0	0	0
Poskytnuté zálohy na nehmotný inv. majetek	0	0	0	0	0
Hmotný investiční majetek	146093	142701	144843	133896	170979
Pozemky	6200	9876	13040	13392	15105
Budovy, haly a stavby	82628	77298	76979	72988	91003
Stroje, přístroje, zař., dopr. pr., invent.	39485	43170	44159	36764	40545
Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
Základní stádo a tažná zvířata	12237	10887	8749	8734	7756
Jiný hmotný investiční majetek	0	0	0	0	0
Nedokončené hmotné investice	5543	1470	1916	2018	16570
Poskytnuté zálohy na HIM	0	0	0	0	0
Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0	0
Dlouhodobý finanční majetek	6364	191	204	204	204
Podíl. cenné papíry a vkl. v pod. s rozh. v.	0	0	0	0	0
Podíl. cenné papíry a vkl. v pod. s podst. v.	190	190	204	204	204
Ostatní invest. cenné papíry a vklady	6174	1	0	0	0
Půjčky podnikům ve skupině					
Jiné finanční investice					
Nedokončený dlouhodobý finanční majetek					
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý fin. Mejetek					
Oběžná aktiva	86071	88881	83217	69919	90581
Zásoby	42137	53186	45436	40130	38454
Materiál	3397	3461	2978	2959	2333
Nedokončená výroba a polotovary	7351	7189	5481	5100	5954
Výrobky	15884	26442	22319	17165	19658
Zvířata	15411	16007	14574	14798	10442
Zboží	94	87	84	108	67
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Pohledávky z obchodního styku					
Pohledávky ke společníkům a sdružení					

Pohledávky v podnicích s rozhod. vlivem					
Pohledávky v podnicích s podstat. vlivem					
Jiné pohledávky					
Krátkodobé pohledávky	31592	25066	24723	19326	31163
Pohledávky z obchodního styku	25432	18122	17821	17335	18566
Pohledávky ke společníkům a sdružení					
Sociální zabezpečení					
Stát - daňové pohledávky	1050	192	92	245	3777
Pohledávky v podnicích s rozhod. vlivem	1009	1008	894	830	0
Pohledávky v podnicích s podst. vlivem		86	0		
Jiné pohledávky	4101	5658	5916	916	8450
Finanční majetek	12342	10629	13058	10463	20964
Peníze	65	68	53	92	59
Účty v bankách	12277	10561	13005	10371	20905
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0		
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	706	1627	2110	6359	4257
Časové rozlišení	706	1627	2110	6359	4257
Náklady příštích období	605	1293	1727	2456	2918
Příjmy příštích období	101	334	383	3903	1339
Kurzové rozdíly aktivní			0		
Dohadné účty aktivní	0	0	0		370
PASIVA CELKEM	239557	233519	230374	210378	266021
Vlastní jmění	129135	129108	123298	126304	129697
Základní kapitál	47826	45542	41918	40761	38458
Základní kapitál	47826	45542	41918	40761	38458
Vlastní akcie					
Změna základního kapitálu					
Kapitálové fondy	40249	50949	52949	52950	52950
Emisní ažio					
Ostatní kapitálové fondy	41151	50949	52949	52950	52950
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku	-902	0	0		
Oceňovací rozdíly z kapitálových účastí	0	0	0		
Fondy ze zisku	30232	30366	30224	33619	33558
Zákonný rezervní fond	28514	28514	28513	32001	32001
Nedělitelný fond	0	0	0		
Statutární a ostatní fondy	1718	1852	1711	1618	1557
Hospodářský výsledek minulých let	0	-413	-52	-1702	-1456
Nerozdělený zisk minulých let	0	0		91	92
Neuhrazená ztráta minulých let		-413	-52	-1793	-1548
Hospodářský výsledek běžného účetního období	10828	2664	-1741	676	6187
Cizí zdroje	110341	104168	106840	83988	136099
Rezervy	1300	2600	900	0	815

Rezervy zákonné	1300	2600	900	0	815
Rezerva na kurzové ztráty					
Ostatní rezervy	0	0	0		
Odložený daňový závazek (pohledávka)	2998	3435	3047	1593	2543
Dlouhodobé závazky	24325	25144	27043	21909	26390
Závazky k podnikům s rozhod. vlivem					
Závazky k podnikům s podst. vlivem	0	0			
Dlouhodobé přijaté zálohy					
Emitované dluhopisy					
Dlouhodobé směnky k úhradě					
Jiné dlouhodobé závazky	21327	21709	23996	20316	23847
Krátkodobé závazky	20121	14703	16137	14480	25238
Závazky z obchodního styku	9791	6718	6150	6996	19371
Závazky ke společníkům a sdružení	527	413	270	312	427
Závazky k zaměstnancům	5278	5456	6069	5420	321
Závazky ze sociálního zabezpečení	687	833	553	650	977
Stát - daňové závazky a dotace	285	170	160	130	1732
Stát - odložený daňový závazek	0	0	0		
Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	0	0	0		
Závazky k podnikům s podstatným vlivem	0	0	0		
dohadné účty pasivní	1573	691	556	572	961
Jiné závazky	1980	422	2379	400	1449
Bankovní úvěry a výpomoci	64595	61721	62760	47599	83656
Bankovní úvěry dlouhodobé	55595	52721	53760	38599	71656
Běžné bankovní úvěry	9000	9000	9000	9000	12000
Krátkodobé finanční výpomoci					
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	81	243	236	86	225
Časové rozlišení	81	243	236	86	225
Výdaje příštích období	0	163	156	6	145
Výnosy příštích období	81	80	80	80	80
Kurzové rozdíly pasivní					
Dohadné účty pasivní	0	0			0

PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT					
	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej zboží	3472	3032	2462	2359	2016
Náklady vynaložené na prodané zboží	3150	2168	2140	1958	1798
Obchodní marže	322	864	322	401	218
Výroba(výkony)	143582	147995	110219	101966	124180
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	125977	128233	112849	100024	117709
Změna stavu vnitropodnikových zásob	10918	12712	-8895	-5285	-972
Aktivace	6687	7050	6265	7227	7443
Výrobní spotřeba	98917	107611	87029	78767	86871
Spotřeba materiálu a energie	79015	88161	71248	63556	63800
Služby	19902	19450	15781	15211	23071
Přidaná hodnota	44987	41248	23512	23600	37527
Osobní náklady	26704	26603	23682	21440	24683
Mzdové náklady	18601	18750	17221	15318	17444
Odměny členům orgánů spol. a družstva	1034	101	0	86	580
Náklady na sociální zabezpečení	6003	6706	5487	5111	5807
Sociální náklady	1066	1046	974	925	852
Daně a poplatky	1830	1829	1991	2024	1593
Odpisy nehmotného a hmotného invest. majetku	17880	18572	17849	17550	16558
Tržby z prodeje investičního majetku a mat.	7760	9419	6177	4392	4185
Zůstatková cena prodaného inv. majetku a mat.	8075	10041	6857	5072	5796
Zúčtování rezerv a čas. rozl. provoz. výnos		0	0	0	0
Tvorba rezerv a čas. rozl. provoz. nákladů	-1938	3034	-3896	-887	1067
Zúčtování opravných položek do provoz. výn.					
Zúčtování opravných položek do provoz. nákl.					
Ostatní provozní výnosy	18061	18420	19858	20446	21242
Ostatní provozní náklady	2997	2756	3016	2230	2528
Přenos provozních výnosů		0	0		
Převod provozních nákladů			0		
Provozní hospodářský výsledek	15260	6252	48	1009	10729
Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů	1140	7076			100
Prodané cenné papíry a vklady	570	7076	1		100
Výnosy z finančních investic	0	0	0	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkladů v pod. ve skup.					0
Výnosy z ostatních invest. cen. pap. a vkladů					0
Výnosy z krátkodobého majetku					
Zúčtování rezerv do finančních výnosů					
Tvorba rezerv na finanční náklady	0	0			
Zúčtování oprav. položek do fin. výnosů					
Zúčtování oprav. položek do fin. nákladů					

Výnosové úroky	44	17	19	20	10
Nákladové úroky	4039	4339	3067	2404	1908
Ostatní finanční výnosy	1051	1478	1149	767	334
Ostatní finanční náklady	245	307	277	170	663
Převod finančních výnosů					
Převod finančních nákladů					
Hospodářský výsledek z finančních operací	-2619	-3151	-2177	-1787	-2227
Daň z příjmů za běžnou činnost	1865	437	-388	-1454	2335
splatná	0	0			1385
odložená	1865	437	-388	-1454	950
Daň z příjmů za běžnou činnost	1865	437	-388	-1454	2335
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	10776	2664	-1741	676	6167
Mimořádné výnosy	52	0			20
Mimořádné náklady	0	0			
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
splatná					
odložená					0
Mimořádný hospodářský výsledek	52	0	0	0	20
Převod podílu na hosp. výsl. společníkům					
Hospodářský výsledek za účetní období	10828	2664	-1741	676	6187

PŘÍLOHA P III: VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ

	2007	2008	2009	2010	2011
Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	14787	12342	10629	13058	10463
PENĚŽNÍ TOKY Z HLAVNÍ VÝDĚLEČNÉ ČINNOSTI					
+ Zisk či ztráta z běžné činnosti před zdaněním	12641	3101	-2129	-778	8502
ÚPRAVY O NEPENĚŽNÍ OPERACE	20957	24816	19877	19714	20882
+ Odpisy stálých aktiv a umořování oceň.rozdílu k nab.maj. a goodwillu (+)	17880	18572	17849	17550	16558
+ Změna stavu opravných položek, rezerv a časového rozlišení	-1233	1300	-1700	-900	815
- Zisk (+ ztráta) z prodeje stálých aktiv	315	622	680	680	1611
- Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0	0	0
+ Vyúčt. úroky mimo kapitalizovaných. (+ nákl., - výn.)	3995	4322	3048	2384	1898
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI					
PŘED ZDAN., ZMĚNAMI PRAC. KAP. A MIMOŘ. POLOŽEK	33598	27917	17748	18936	29384
ZMĚNA STAVU NEPENĚŽNÍCH SLOŽEK PRAC.KAPITÁLU	-8134	-10700	9037	4647	2838
- Změna stavu pohledávek a přechodných účtů aktivních	1485	5605	-140	1148	-9735
+ Změna stavu krátkodobých závazků a přech.účtů pasiv	1412	-5256	1427	-1807	10897
- Změna stavu zásob	-11031	-11049	7750	5306	1676
- Změna stavu krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI					
PŘED ZDANĚNÍM A MIMOŘÁDNÝMI POLOŽKAMI	25464	17217	26785	23583	32222
- Vypacené úroky	-4039	-4339	-3067	-2404	-1908
+ Přijaté úroky	44	17	19	20	10
- Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně za min.období	0	0	0	0	-1385
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	52	0	0	0	20
Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0	0	0
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI	21521	12895	23737	21199	28959
PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI					
- Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-24869	-12676	-23847	-1787	-59296
+ Příjmy z prodeje stálých aktiv	2536	2537	2538	2539	2540
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0	0	0
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI	-22333	-10139	-21309	752	-56756
PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI					
+ Změna stavu dlouhodobých závazků	1569	-1618	2550	21749	41488
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-3202	-2851	-2549	-2797	-3190
+ Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení ZK					
- Vypacení podílu na VK společníkům	-2203	-2202	-2201	-2200	-2199
+ Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0	0	0
+ Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0	0
- Přímé platby na vrub fondů	-350	-349	-348	-347	-346
- Vypacené dividendy nebo podíly na zisku	-649	-300	0	-250	-645
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI	-1633	-4469	1	24546	38298
Čisté zvýšení, respektive snížení peněžních prostředků	-2445	-1713	2429	-2595	10501
STAV PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ NA KONCI ÚČ. OBDOBÍ	12342	10629	13058	10463	20964

PŘÍLOHA P IV: VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA

	2007		2008		2009		2010		2011	
AKTIVA CELKEM	239 557	100%	233 519	100%	230 374	100%	210 378	100%	266 021	100%
Dlouhodobý majetek	152 780	63,78%	143 011	61,24%	145 047	62,96%	134 100	63,74%	171 183	64,35%
Dl. majetek nehmotný	323	0,13%	119	0,05%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Dl. hmotný majetek	146 093	60,98%	142 701	61,11%	144 843	62,87%	133 896	63,65%	170 979	64,27%
Pozemky	6 200	2,59%	9 876	4,23%	13 040	5,66%	13 392	6,37%	15 105	5,68%
Budovy, haly a stavby	82 628	34,49%	77 298	33,10%	76 979	33,41%	72 988	34,69%	91 003	34,21%
Stroje, přístroje, zař.	39 485	16,48%	43 170	18,49%	44 159	19,17%	36 764	17,48%	40 545	15,24%
Zákl. stádo a tažná zvířata	12 237	5,11%	10 887	4,66%	8 749	3,80%	8 734	4,15%	7 756	2,92%
Ned. hmotný majetek	5 543	2,31%	1 470	0,63%	1 916	0,83%	2 018	0,96%	16 570	6,23%
Dlouhodobý fin. majetek	6 364	2,66%	191	0,08%	204	0,09%	204	0,10%	204	0,08%
Oběžná aktiva	86 071	35,93%	88 881	38,06%	83 217	36,12%	69 919	33,23%	90 581	34,05%
Zásoby	42 137	17,59%	53 186	22,78%	45 436	19,72%	40 130	19,08%	38 454	14,46%
Materiál	3 397	1,42%	3 461	1,48%	2 978	1,29%	2 959	1,41%	2 333	0,88%
Ned. výroba a polotovary	7 351	3,07%	7 189	3,08%	5 481	2,38%	5 100	2,42%	5 954	2,24%
Výrobky	15 884	6,63%	26 442	11,32%	22 319	9,69%	17 165	8,16%	19 658	7,39%
Zvířata	15 411	6,43%	16 007	6,85%	14 574	6,33%	14 798	7,03%	10 442	3,93%
Zboží	94	0,04%	87	0,04%	84	0,04%	108	0,05%	67	0,03%
Krátkodobé pohledávky	31 592	13,19%	25 066	10,73%	24 723	10,73%	19 326	9,19%	31 163	11,71%
Finanční majetek	12 342	5,15%	10 629	4,55%	13 058	5,67%	10 463	4,97%	20 964	7,88%
Časové rozlišení	706	0,29%	1 627	0,70%	2 110	0,92%	6 359	3,02%	4 257	1,60%

	2007		2008		2009		2010		2011	
PASIVA CELKEM	239 557	100%	233 519	100%	230 374	100%	210 378	100%	266 021	100%
Vlastní kapitál	129 135	53,91%	129 108	55,29%	123 298	53,52%	126 304	60,04%	129 697	48,75%
Základní kapitál	47 826	19,96%	45 542	19,50%	41 918	18,20%	40 761	19,38%	38 458	14,46%
Kapitálové fondy	40 249	16,80%	50 949	21,82%	52 494	22,79%	52 950	25,17%	52 950	19,90%
Fondy ze zisku	30 232	12,62%	30 366	13,00%	30 224	13,12%	33 619	15,98%	33 558	12,61%
VH m. ob.	0	0,00%	-413	-0,18%	-52	-0,02%	-1 702	-0,81%	-1456	-0,55%
VH b. ú. ob.	10 828	4,52%	2 664	1,14%	-1 741	-0,76%	676	0,32%	6 187	2,33%
Cizí zdroje	110 341	46,06%	104 168	44,61%	106 840	46,38%	83 988	39,92%	136 099	51,16%
Rezervy	1 300	0,54%	2 600	1,11%	900	0,39%	0	0,00%	815	0,31%
Dlouhodobé závazky	24 325	10,15%	25 144	10,77%	27 043	11,74%	21 909	10,41%	26 390	9,92%
Krátkodobé závazky	20 121	8,40%	14 703	6,30%	16 137	7,00%	14 480	6,88%	25 238	9,49%
Bankovní úvěry a výpo- moci	64 595	26,96%	61 721	26,43%	62 760	27,24%	47 599	22,63%	83 656	31,45%
Časové rozlišení	81	0,03%	243	0,10%	236	0,10%	86	0,04%	225	0,08%

	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	2011	11/10
AKTIVA CELKEM	239 557	233 519	-3%	230 374	-1%	210 378	-9%	266 021	26%
Dlouhodobý majetek	152 780	143 011	-6%	145 047	1%	134 100	-8%	171 183	28%
Dl. majetek nehmotný	323	119	-63%	0	-100%	0	0%	0	0%
Dl. hmotný majetek	146 093	142 701	-2%	144 843	2%	133 896	-8%	170 979	28%
Pozemky	6 200	9 876	59%	13 040	32%	13 392	3%	15 105	13%
Budovy, haly a stavby	82 628	77 298	-6%	76 979	0%	72 988	-5%	91 003	25%
Stroje, přístroje, zař.	39 485	43 170	9%	44 159	2%	36 764	-17%	40 545	10%
Zákl. stádo a tažná zvířata	12 237	10 887	-11%	8 749	-20%	8 734	0%	7 756	-11%
Ned. hmotný majetek	5 543	1 470	-73%	1 916	30%	2 018	5%	16 570	721%
Dl. finanční majetek	6 364	191	-97%	204	7%	204	0%	204	0%
Oběžná aktiva	86 071	88 881	3%	83 217	-6%	69 919	-16%	90 581	30%
Zásoby	42 137	53 186	26%	45 436	-15%	40 130	-12%	38 454	-4%
Materiál	3 397	3 461	2%	2 978	-14%	2 959	-1%	2 333	-21%
Ned. výroba a polotovary	7 351	7 189	-2%	5 481	-24%	5 100	-7%	5 954	17%
Výrobky	15 884	26 442	66%	22 319	-16%	17 165	-23%	19 658	15%
Zvířata	15 411	16 007	4%	14 574	-9%	14 798	2%	10 442	-29%
Zboží	94	87	-7%	84	-3%	108	29%	67	-38%
Krátkodobé pohledávky	31 592	25 066	-21%	24 723	-1%	19 326	-22%	31 163	61%
Finanční majetek	12 342	10 629	-14%	13 058	23%	10 463	-20%	20 964	100%
Časové rozlišení	706	1 627	130%	2 110	30%	6 359	201%	4 257	-33%

	2007	2008	09/08	2009	09/08	2010	10/09	2011	11/10
PASIVA CELKEM	239 557	233 519	-3%	230 374	-1%	210 378	-9%	266 021	26%
Vlastní kapitál	129 135	129 108	0%	123 298	-5%	126 304	2%	129 697	3%
Základní kapitál	47 826	45 542	-5%	41 918	-8%	40 761	-3%	38 458	-6%
Kapitálové fondy	40 249	50 949	27%	52 494	3%	52 950	1%	52 950	0%
Fondy ze zisku	30 232	30 366	0%	30 224	0%	33 619	11%	33 558	0%
VH min. ob.	0	-413	0%	-52	-87%	-1 702	-3173%	-1456	-14%
VH b. úč. ob.	10 828	2 664	-75%	-1 741	-165%	676	-139%	6 187	815%
Cizí zdroje	110 341	104 168	-6%	106 840	3%	83 988	-21%	136 099	62%
Rezervy	1 300	2 600	100%	900	-65%	0	-100%	815	0%
Dlouhodobé závazky	24 325	25 144	3%	27 043	8%	21 909	-19%	26 390	20%
Krátkodobé závazky	20 121	14 703	-27%	16 137	10%	14 480	-10%	25 238	74%
Bankovní úvěry a výpo- moci	64 595	61 721	-4%	62 760	2%	47 599	-24%	83 656	76%
Časové rozlišení	81	243	200%	236	-3%	86	-64%	225	162%

	2007	2008	08/07	2009	09/08	2010	10/09	2011	11/10
Výroba(výkony)	143 582	147 995	3%	110 219	-26%	101 966	-7%	124 180	22%
Tržby za prodej výr. a sl.	125 977	128 233	2%	112 849	-12%	100 024	-11%	117 709	18%
Zm. stavu vnitř. Zásob	10 918	12 712	16%	-8 895	-170%	-5 285	-41%	-972	-82%
Aktivace	6 687	7 050	5%	6 265	-11%	7 227	15%	7 443	3%
Výrobní spotřeba	98 917	107 611	9%	87 029	-19%	78 767	-9%	86 871	10%
Spotř. materiálu a energie	79 015	88 161	12%	71 248	-19%	63 556	-11%	63 800	0%
Služby	19 902	19 450	-2%	15 781	-19%	15 211	-4%	23 071	52%
Přidaná hodnota	44 987	41 248	-8%	23 512	-43%	23 600	0%	37 527	59%
Osobní náklady	26 704	26 603	0%	23 682	-11%	21 440	-9%	24 683	15%
Daně a poplatky	1 830	1 829	0%	1 991	9%	2 024	2%	1 593	-21%
Odpisy invest. majetku	17 880	18 572	4%	17 849	-4%	17 550	-2%	16 558	-6%
Tržby z prodeje inv. maj.	7 760	9 419	21%	6 177	-34%	4 392	-29%	4 185	-5%
Ostatní provozní výnosy	18 061	18 420	2%	19 858	8%	20 446	3%	21 242	4%
Ostatní provozní náklady	2 997	2 756	-8%	3 016	9%	2 230	-26%	2 528	13%
Provozní VH	15 260	6 252	-59%	48	-99%	1 009	2002%	10 729	963%
Výnosové úroky	44	17	-61%	19	12%	20	5%	10	-50%
Nákladové úroky	4 039	4 339	7%	3 067	-29%	2 404	-22%	1 908	-21%
Ostatní finanční výnosy	1 051	1 478	41%	1 149	-22%	767	-33%	334	-56%
Ostatní finanční náklady	245	307	25%	277	-10%	170	-39%	663	290%
VH z finančních operací	-2 619	-3 151	20%	-2 177	-31%	-1 787	-18%	-2 227	25%
Daň z příjmů za běž. čin.	1 865	437	-77%	-388	-189%	-1 454	-275%	2 335	261%
VH za běžnou činnost	10 776	2 664	-75%	-1 741	-165%	676	-139%	6 167	812%
Mimořádný VH	52	0	-100%	0	0%	0	0%	20	x
VH za účetní období	10 828	2 664	-75%	-1 741	-165%	676	-139%	6 187	815%

	2007		2008		2009		2010		2011	
Výroba(výkony)	143 582	100%	147 995	100%	110 219	100%	101 966	100%	124 180	100%
Tržby za prodej vyr. a sl.	125 977	87,74%	128 233	86,65%	112 849	102,39%	100 024	98,10%	117 709	94,79%
Zm. stavu vnitr. zásob	10 918	7,60%	12 712	8,59%	-8 895	-8,07%	-5 285	-5,18%	-972	-0,78%
Aktivace	6 687	4,66%	7 050	4,76%	6 265	5,68%	7 227	7,09%	7 443	5,99%
Výrobní spotřeba	98 917	68,89%	107 611	72,71%	87 029	78,96%	78 767	77,25%	86 871	69,96%
Spotř. materiálu a energie	79 015	55,03%	88 161	59,57%	71 248	64,64%	63 556	62,33%	63 800	51,38%
Služby	19 902	13,86%	19 450	13,14%	15 781	14,32%	15 211	14,92%	23 071	18,58%
Přidaná hodnota	44 987	31,33%	41 248	27,87%	23 512	21,33%	23 600	23,14%	37 527	30,22%
Osobní náklady	26 704	18,60%	26 603	17,98%	23 682	21,49%	21 440	21,03%	24 683	19,88%
Daně a poplatky	1 830	1,27%	1 829	1,24%	1 991	1,81%	2 024	1,98%	1 593	1,28%
Odpisy invest. majetku	17 880	12,45%	18 572	12,55%	17 849	16,19%	17 550	17,21%	16 558	13,33%
Tržby z prodeje inv. maj.	7 760	5,40%	9 419	6,36%	6 177	5,60%	4 392	4,31%	4 185	3,37%
Ostatní provozní výnosy	18 061	12,58%	18 420	12,45%	19 858	18,02%	20 446	20,05%	21 242	17,11%
Ostatní provozní náklady	2 997	2,09%	2 756	1,86%	3 016	2,74%	2 230	2,19%	2 528	2,04%
Provozní VH	15 260	10,63%	6 252	4,22%	48	0,04%	1 009	0,99%	10 729	8,64%
Výnosové úroky	44	0,03%	17	0,01%	19	0,02%	20	0,02%	10	0,01%
Nákladové úroky	4 039	2,81%	4 339	2,93%	3 067	2,78%	2 404	2,36%	1 908	1,54%
Ostatní finanční výnosy	1 051	0,73%	1 478	1,00%	1 149	1,04%	767	0,75%	334	0,27%
Ostatní finanční náklady	245	0,17%	307	0,21%	277	0,25%	170	0,17%	663	0,53%
VH z finančních operací	-2 619	-1,82%	-3 151	-2,13%	-2 177	-1,98%	-1 787	-1,75%	-2 227	-1,79%
Daň z příjmů za běž. čin.	1 865	1,30%	437	0,30%	-388	-0,35%	-1 454	-1,43%	2 335	1,88%
VH za běžnou činnost	10 776	7,51%	2 664	1,80%	-1 741	-1,58%	676	0,66%	6 167	4,97%
Mimořádný VH	52	0,04%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	20	0,02%
VH za účetní období	10 828	7,54%	2 664	1,80%	-1 741	-1,58%	676	0,66%	6 187	4,98%

PŘÍLOHA P V: PLÁN ROZVAHY

	2012	2013	2014
AKTIVA CELKEM	301295	287920	294643
Pohledávky za upsané vlastní jmění			
Stálá aktiva	229145	213720	216813
Nehmotný investiční majetek	0	0	0
Zřizovací výdaje			
Nehmotné výsledky výzkumné činnosti			
Software			
Ocenitelná práva	0	0	0
Jiný nehmotný investiční majetek			
Nedokončené nehmotné investice			
Poskytnuté zálohy na nehmotný inv. majetek			
Hmotný investiční majetek	228945	213520	216613
Pozemky	15500	17000	17850
Budovy, haly a stavby	105000	98500	95467
Stroje, přístroje, zař., dopr. pr., invent.	97145	87000	91350
Pěstitelské celky trvalých porostů			0
Základní stádo a tažná zvířata	7800	8520	8946
Jiný hmotný investiční majetek			0
Nedokončené hmotné investice	3500	2500	3000
Poskytnuté zálohy na HIM			0
Dlouhodobý finanční majetek	200	200	200
Podíl. cenné papíry a vkl. v pod. s rozh. v.			
Podíl. cenné papíry a vkl. v pod. s podst. v.	200	200	200
Oběžná aktiva	70150	71200	74680
Zásoby	37100	37600	39480
Materiál	3500	3500	3675
Nedokončená výroba a polotovary	6000	6000	6300
Výrobky	17000	17000	17850
Zvířata	10500	11000	11550
Zboží	100	100	105
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	24950	23500	24600
Pohledávky z obchodního styku	15000	17000	17850
Pohledávky ke společníkům a sdružení			
Stát - daňové pohledávky	1000	1000	1000
Pohledávky v podnicích s podst. vlivem			
Jiné pohledávky	8450	5000	5250
Finanční majetek	8100	10100	10600
Peníze	100	100	100
Účty v bankách	8000	10000	10500
Krátkodobý finanční majetek			
Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	2000	3000	3150
Časové rozlišení	2000	3000	3150
Náklady příštích období	1000	1500	1575
Příjmy příštích období	1000	1500	1575
Kurzové rozdíly aktivní			
Dohadné účty aktivní	500	500	500

PASIVA CELKEM	301295	287920	294643
Vlastní jmění	135600	141800	150300
Základní kapitál	37000	35000	34000
Základní kapitál	37000	35000	34000
Vlastní akcie			
Změna základního kapitálu			
Kapitálové fondy	55000	55000	55000
Emisní ažio			
Ostatní kapitálové fondy	55000	55000	55000
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku			
Oceňovací rozdíly z kapitálových účastí			
Fondy ze zisku	33600	33800	35300
Zákonný rezervní fond	32000	32000	33600
Nedělitelný fond			
Statutární a ostatní fondy	1600	1800	1700
Hospodářský výsledek minulých let	2000	8000	16000
Nerozdělený zisk minulých let	2000	8000	16000
Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0
Hospodářský výsledek běžného účetního období	8000	10000	10000
Cizí zdroje	165695	146120	144343
Rezervy	815	0	0
Rezervy zákonné	815	0	0
Rezerva na kurzové ztráty			
Ostatní rezervy			
Odložený daňový závazek (pohledávka)	2544	2500	2500
Dlouhodobé závazky	22400	20500	21400
Závazky k podnikům s rozhod. vlivem			
Závazky k podnikům s podst. vlivem			
Dlouhodobé přijaté zálohy			
Emitované dluhopisy			
Dlouhodobé směnky k úhradě			
Jiné dlouhodobé závazky	19856	18000	18900
Krátkodobé závazky	13650	11700	12283
Závazky z obchodního styku	10100	8060	8463
Závazky ke společníkům a sdružení	450	480	510
Závazky k zaměstnancům	320	350	400
Závazky ze sociálního zabezpečení	980	1060	1110
Stát - daňové závazky a dotace	300	250	300
dohadné účty pasivní	0	0	0
Jiné závazky	1500	1500	1500
Bankovní úvěry a výpomoci	128830	113920	110660
Bankovní úvěry dlouhodobé	119830	104920	101660
Běžné bankovní úvěry	9000	9000	9000
Krátkodobé finanční výpomoci			
Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	0	0	0

PŘÍLOHA P VI: PLÁN VÝSLEDOKY

	2012	2013	2014
Tržby za prodej zboží	2040	2000	2100
Náklady vynaložené na prodané zboží	1740	1800	1890
Obchodní marže	300	200	210
Výroba(výkony)	127240	139700	146685
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	116055	130000	136500
Změna stavu vnitropodnikových zásob	1621	0	0
Aktivace	9564	9700	10185
Výrobní spotřeba	87148	89950	94447,5
Spotřeba materiálu a energie	67464	67050	70402,5
Služby	19684	22900	24045
Přidaná hodnota	40392	49950	52447,5
Osobní náklady	21516	22300	23415
Mzdové náklady	15123	15500	16275
Odměny členům orgánů spol. a družstva	470	500	525
Náklady na sociální zabezpečení	5137	5500	5775
Sociální náklady	786	800	840
Daně a poplatky	2426	2500	2625
Odpisy nehmotného a hmotného invest. majetku	20482	22900	24045
Tržby z prodeje investičního majetku a mat.	6127	4000	4200
Zůstatková cena prodaného inv. majetku a mat.	3992	4000	4200
Zúčtování rezerv a čas. rozl. provoz. výnos	0	0	0
Tvorba rezerv a čas. rozl. provoz. nákladů	850	-1700	-1785
Zúčtování opravných položek do provoz. výn.			0
Zúčtování opravných položek do provoz. nákl.			0
Ostatní provozní výnosy	18458	17000	17300
Ostatní provozní náklady	2477	2500	2625
Přenos provozních výnosů			
Převod provozních nákladů			
Provozní hospodářský výsledek	13234	18450	18822,5
Tržby z prodeje cenných papírů a vkladů	0	0	0
Prodané cenné papíry a vklady	0	0	0
Výnosy z finančních investic	0	0	0
Výnosy z cen. pap. a vkladů v pod. ve skup.	0	0	0
Výnosy z ostatních invest. cen. pap. a vkladů	0	0	0
Výnosy z ostatních finančních investic			
Výnosy z krátkodobého majetku			
Zúčtování rezerv do finančních výnosů			
Tvorba rezerv na finanční náklady			
Zúčtování oprav. položek do fin. výnosů			
Zúčtování oprav. položek do fin. nákladů			
Výnosové úroky	0	0	0
Nákladové úroky	3443	7600	7980
Ostatní finanční výnosy	338	300	315
Ostatní finanční náklady	1129	150	157,5
Převod finančních výnosů			
Převod finančních nákladů			
Hospodářský výsledek z finančních operací	-4234	-7450	-7822,5
Daň z příjmů za běžnou činnost	1000	1000	1000

splatná	1000	1000	1000
odložená	0	0	0
Daň z příjmů za běžnou činnost	1000	1000	1000
Hospodářský výsledek za běžnou činnost	8000	10000	10000
Mimořádné výnosy	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0
splatná			
odložená	0	0	0
Mimořádný hospodářský výsledek	0	0	0
Převod podílu na hosp. výsl. společníkům			
Hospodářský výsledek za účetní období	8000	10000	10000

PŘÍLOHA P VII: PLÁN PENĚŽNÍCH TOKŮ

	2012	2013	2014
Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	20964	8100	10100
PENĚŽNÍ TOKY Z HLAVNÍ VÝDĚLEČNÉ ČINNOSTI			
+ Zisk či ztráta z běžné činnosti před zdaněním	9000	11000	11000
ÚPRAVY O NEPENĚŽNÍ OPERACE	21790	29685	32025
+ Odpisy stálých aktiv a umořování oceň.rozdílu k nab.maj. a goodwillu (+)	20482	22900	24045
+ Změna stavu opravných položek, rezerv a časového rozlišení	0	-815	0
- Zisk (+ ztráta) z prodeje stálých aktiv	-2135	0	0
- Výnosy z dividend a podílů na zisku	0	0	0
+ Vyúčt. úroky mimo kapitalizovaných. (+ nákl., - výn.)	3443	7600	7980
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI			
PŘED ZDAN., ZMĚNAMI PRAC. KAP. A MIMOŘ. POLOŽEK	30790	40685	43025
ZMĚNA STAVU NEPENĚŽNÝCH SLOŽEK PRAC.KAPITÁLU	-1989	-2000	-2547
- Změna stavu pohledávek a přechodných účtů aktivních	8470	450	-1250
+ Změna stavu krátkodobých závazků a přech.účtů pasiv	-11813	-1950	583
- Změna stavu zásob	1354	-500	-1880
- Změna stavu krátkodobého finančního majetku	0	0	0
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI			
PŘED ZDANĚNÍM A MIMOŘÁDNÝMI POLOŽKAMI	28801	38685	40478
- Vyplacené úroky	-3443	-7600	-7980
+ Přijaté úroky	0	0	0
- Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně za min.období	-1000	-1000	-1000
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	0	0	0
Přijaté dividendy a podíly na zisku	0	0	0
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z PROVOZNÍ ČINNOSTI	24358	30085	31498
PENĚŽNÍ TOKY Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI			
- Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-77761	10981	-28688
+ Příjmy z prodeje stálých aktiv	2541	3000	3500
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	0
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z INVESTIČNÍ ČINNOSTI	-75220	-7981	-25188
PENĚŽNÍ TOKY Z FINANČNÍ ČINNOSTI			
+ Změna stavu dlouhodobých závazků	41185	16854	-2360
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky	-3187	-3250	-3450
+ Zvýšení peněžních prostředků z titulu zvýšení ZK			
- Vyplacení podílů na VK společníkům	-2198	-2300	-2500
+ Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů	0	0	0
+ Úhrada ztráty společníky	0	0	0
- Přímé platby na vrub fondů	-345	-350	-350
- Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku	-644	-600	-600
ČISTÝ PENĚŽNÍ TOK Z FINANČNÍ ČINNOSTI	37998	20104	-5810
Čisté zvýšení, respektive snížení peněžních prostředků	-12864	2000	500
STAV PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ NA KONCI ÚČ. OBDOBÍ	8100	10100	10600

PŘÍLOHA P VIII: VZORCE PRO VÝPOČET POMĚROVÝCH UKAZATELŮ FINANČNÍ ANALÝZY

Běžná likvidita = Oběžná aktiva / Krátkodobé závazky

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

Okamžitá likvidita = Finanční majetek / Krátkodobé závazky

Celková zadluženost = Cizí zdroje / Aktiva

Míra zadluženosti = Cizí zdroje / Vlastní kapitál

Úrokové krytí = EBIT / nákladové úroky

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

Krytí stálých aktiv vlastním kapitálem = Vlastní kapitál / Stálá aktiva

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

Rentabilita tržeb = Hospodářský výsledek / Tržby

Rentabilita celkového kapitálu = EBIT / Aktiva

Rentabilita vlastního kapitálu = Hospodářský výsledek po zdanění / Vlastní kapitál

Obrat aktiv = Tržby / Aktiva

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

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

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